

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Programa de Mestrado Profissional em Economia**

Bruna Maria Bettinelli Alves

**IMPACTO DA APROVAÇÃO GOVERNAMENTAL NO
RETORNO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

**São Paulo
2014**

Bruna Maria Bettinelli Alves

IMPACTO DA APROVAÇÃO GOVERNAMENTAL NO RETORNO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Economia do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Finanças Corporativas e Macroeconomia

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Giovanetti Lazzarini – Insper

Co-orientador: Prof. Dr. João Manoel Pinho de Mello – Insper

**São Paulo
2014**

Alves, Bruna Maria Bettinelli

Impacto da Aprovação Governamental no Retorno do Mercado de Capitais Brasileiro / Bruna Maria Bettinelli Alves; orientador: Sérgio Giovanetti Lazarini; co-orientador: João Manoel Pinho de Mello – São Paulo: Insper, 2014.

XX f.

Dissertação (Mestrado – Programa de Mestrado Profissional em Economia. Área de concentração: Macroeconomia, Finanças Corporativas) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Mercado de Capitais 2. Países Emergentes 3. Políticas Econômicas

FOLHA DE APROVAÇÃO

Bruna Maria Bettinelli Alves

Impacto da Aprovação Governamental no Retorno do Mercado de Capitais Brasileiro

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Economia do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Macroeconomia e Finanças Corporativas

Aprovado em: XXX/2014

Banca Examinadora

Prof. Dr. Sergio Giovanetti Lazarini
Orientador

Instituição: Insper

Assinatura: _____

Prof. Dr. João Manuel Pinho de Mello
Co-Orientador

Instituição: Insper

Assinatura: _____

Prof. Dr. Marco Bonomo

Instituição: Insper

Assinatura: _____

Prof. Dr. Marcelo Fernandes

Instituição: FGV

Assinatura: _____

DEDICATÓRIA

À minha família e, em especial, ao meu marido Rodrigo.

AGRADECIMENTOS

Aos Professores Sérgio e João por todo apoio e paciência.

RESUMO

ALVES, Bruna Maria Bettinelli. **IMPACTO DA APROVAÇÃO GOVERNAMENTAL NO RETORNO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**, 2014. XX f. Dissertação (Mestrado) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2014.

O presente trabalho tem como objetivo estudar o impacto no retorno de ações brasileiras em resposta à divulgação de novos dados de aprovação governamental durante o período eleitoral de 2014. A ação política tem um papel fundamental na formação dos preços dos ativos no ciclo econômico futuro de um país, com a forma de condução das políticas econômicas, sendo um importante determinante de oportunidades e riscos. Espera-se que o mercado acionário reaja a fatores políticos e avalie os riscos inerentes às empresas na tomada de decisões por investimentos, mensurando os impactos que as ações dos governantes causam às rendas futuras capturadas pelas empresas. No Brasil, percebe-se que o governo exerce forte atuação na atividade produtiva e econômica do país nos mais diversos setores, através de desonerações tarifárias e controle artificial de preços, sobre os quais o poder público tem ingerência via grandes estatais. Com os efeitos das incertezas políticas sendo potencializados em períodos eleitorais, percebeu-se maior volatilidade ao mercado brasileiro durante o ano eleitoral de 2014. Utilizando-se a metodologia de estudo de eventos, pudemos observar uma correlação negativa entre o aumento da aprovação do governo, captado por pesquisas eleitorais, e o valor de mercado das empresas com maior participação ou mais sujeitas a intervenções governamentais.

Palavras-chave: Mercado de Capitais, Países Emergentes, Políticas Econômicas, Intervenção Governamental

ABSTRACT

ALVES, Bruna Maria Bettinelli. IMPACT OF GOVERNMENT APROVAL ON THE BRAZILIAN CAPITAL MARKETS RETURN, 2014. XX f. Dissertation (Mastership) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2014.

This paper aims to study the impact on the yields of Brazilian stocks o during the election period in 2014 in response to the release of new government approval data. Political action has a major role in the pricing of assets in the economic cycle of a country, with the conduction of economic policy being an important determinant of opportunities and risks. It is expected that the stock market will react to political factors and consider the risks involved in the decision processes for investments, anticipating the impact that the government actions may cause to the future income of the company. It is known in Brazil that the government has a strong role in the productive and economic activity in various sectors through taxes exemptions and artificial price controls through large state-owned companies. With the effects of political uncertainty being leveraged in election periods, during the election year of 2014 the Brazilian market experienced a high volatility. Using the event study methodology, we observed a negative correlation between an increase in government approval and market returns of companies with a higher share of government participation or more susceptible to governmental intervention.

Keywords: Capital Markets; Emerging Countries; Economic Politics.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Retorno das ações em resposta à saúde de Suharto.	21
Figura 2: Evolução da taxa Selic de 2010 a 2014.	24
Figura 3: Defasagem dos preços do petróleo de 2013 a 2014.	26
Figura 4: Índice de Confiança da Indústria de Ago/08 a Ago/14.	27
Figura 5: Evolução da aprovação do governo de mar/11 a nov/14.	28
Figura 6: Etapas do estudo de eventos.	29
Figura 7: Linha do tempo para estudo de eventos	30

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Empresas e composição dos grupos estudados	34
Tabela 2: Participação na carteira do Ibovespa.....	35
Tabela 3: Beta das empresas estudadas.....	36
Tabela 4: Valores de capitalização das empresas, em bilhões de reais.....	37
Tabela 5: Percentual de participação na composição da carteira de mercado	38
Tabela 6: Percentuais de aprovação do governo.....	39
Tabela 7: Percentuais de aprovação do governo.....	40
Tabela 8: Regressões por grupo de empresas para as janelas de estimação	41
Tabela 9: Regressão por empresa para as janelas de estimação – retorno anormal.....	42
Tabela 10: Regressão por empresa para as janelas de estimação – retorno normal.....	45

LISTA DE GRÁFICOS

SUMÁRIO EXECUTIVO

Estabilidade política e crescimento econômico estão diretamente correlacionados. Em cenários politicamente instáveis, a incerteza afeta diretamente a quantidade e a velocidade dos investimentos. Uma vez que as medidas políticas e econômicas de um país influenciam os retornos capturados pelas empresas, as conexões políticas podem desempenhar uma função relevante para as organizações.

Espera-se que o mercado acionário também reaja a fatores políticos e, em períodos eleitorais, os efeitos das incertezas políticas tendem a ser potencializados, trazendo maior volatilidade aos mercados. Vários estudos têm analisado a correlação entre conexões políticas nas empresas e o impacto no retorno e volatilidade dos papéis no mercado acionário.

No Brasil, o governo tem apresentado forte influência ao longo dos anos em um número considerável de empresas dos mais diversos setores, seja através do controle direto, por meio de grandes estatais, ou de maneira indireta, através de fundos de pensão ou do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

No primeiro mandato da Presidente Dilma Rousseff, a instabilidade econômica trouxe maior volatilidade ao mercado, período no qual o governo se valeu de uma série de medidas para conter o avanço inflacionário e manter o ritmo de crescimento da economia. Para isto, estabeleceu políticas de intervenção direta em preços, utilizando empresas controladas pelo Estado.

Tendo havido elevada variação nas chances de reeleição, indicadas por flutuações nas pesquisas eleitorais, surge a oportunidade de examinar como as novas informações sobre a manutenção do governo e da condução da política econômica alteraram as expectativas do mercado, e, conseqüentemente, afetaram sua estratégia de precificação.

Para a mensuração do risco, foram realizadas regressões para ações negociadas na BM&F Bovespa em relação ao índice de aprovação governamental divulgado pelos institutos Datafolha e Ibope. Para cada nova divulgação, mensurou-se a correlação entre a variação da aprovação e o excesso de retorno dos papéis estudados.

Os resultados indicaram que empresas com participação majoritária do governo em sua composição acionária apresentaram maior volatilidade frente às incertezas eleitorais. Petrobras e Banco do Brasil foram as que apresentaram maiores alterações em seu retorno, porém resultados significantes também foram encontrados em Cemig e Eletrobras.

Os setores de atuação também impactaram a análise dos retornos. No setor bancário, por estar suscetível a ciclos econômicos, foi afetado. Os principais bancos nacionais, Bradesco e Itaú, também apresentaram resultados significantes com os dados eleitorais. Já setores de consumo, como de telecomunicações e varejo, apresentaram dados positivos com a incerteza política. Isto aconteceu por que estes setores apresentam demanda mais inelástica, observados pelos investidores como ações de proteção.

Logo, podemos concluir que em momentos de incerteza política e de maior volatilidade, empresas conectadas ao governo apresentam resultados mais significativos, com correlação negativa com a melhora na aprovação do governo. Por serem mais suscetíveis a intervenções governamentais como forma de fomentar a economia, fato que vinha ocorrendo ao longo dos últimos anos, o risco político e a instabilidade nos resultados são fatores que comprometem a análise destes ativos e devem ser cuidadosamente observados. Da mesma forma, setores nos quais houve intervenções governamentais, ainda que indiretas, também apresentaram volatilidade em seus resultados e retornos impactados pela instabilidade política durante o período eleitoral.

Em contrapartida, empresas de setores beneficiados pelas políticas de incentivos a renda adotados pelo governo e, conseqüentemente, ao consumo, apresentaram correlação positiva com o aumento do índice de aprovação, demonstrando a heterogeneidade dos resultados de acordo com o impacto das políticas governamentais nos resultados das empresas estudadas.

SUMÁRIO

1. Introdução	15
2. Revisão de Literatura	18
2.1 Fatores políticos e o mercado acionário.....	18
2.2 O efeito de fatores políticos no contexto brasileiro	23
3. Metodologia	29
3.1 Definição do Evento.....	30
3.2 Critério de Seleção	31
3.3 Retornos Normais e Anormais: Modelos de Medição	31
3.4 Hipótese a ser testada	33
4. Dados	34
5. Resultados	41
5.1 Análise por grupos	41
5.2 Análise por empresas	42
5.3 Análise do retorno do Ibovespa	43
5.4 Análise do retorno absoluto das empresas	44
6. Conclusão.....	47
7. Referências Bibliográficas	49

1. Introdução

O crescimento econômico e a estabilidade política são dois fatores profundamente correlacionados. O fator político, representado por um conjunto de ações de governantes e suas coligações partidárias, influenciados por ideologias, orientações econômicas e interesses distintos, acabam por potencializar oportunidades e riscos.

A incerteza associada a um ambiente politicamente instável pode reduzir significativamente a quantidade e velocidade do desenvolvimento econômico de um país. Nas últimas duas décadas, economias em desenvolvimento têm experimentado vários episódios de alta incerteza política e default soberano, sendo os casos mais recentes o do Equador em 1999 e da Argentina em 2001.

Em particular, Barro (1991), Alesina, Ozler, Roubini e Swagel (1992), Alesina e Perotti (1994) e Svensson (1998) identificaram uma relação inversa entre a instabilidade política e o crescimento ou investimento de um país, utilizando diferentes técnicas, abordagens e dados. Overland, Simons e Spagat (2000) estudaram a relação entre velocidade de crescimento econômico e instabilidade política em países com regimes ditatoriais.

À medida que as ações dos governantes influenciam na rentabilidade futura esperada pelas empresas, espera-se que o mercado acionário também reaja a fatores políticos. As conexões políticas podem desempenhar uma função relevante para as organizações e vários estudos têm analisado esta correlação. As relações políticas das firmas adquirem importância não somente em relação ao tamanho das economias, mas também pelo grau de corrupção, sistema político e social e cumprimento e seguridade das leis de cada país.

Os estudos de Bazerman e Schoorman (1983) e Pfeffer (1972) mostram que a correlação da empresa com o ambiente afeta sua autonomia e cria incerteza em relação ao futuro, o que requer necessidades distintas e diferentes estratégias.

Fisman (2001) retrata o caso da Indonésia, cujo sistema econômico ficou conhecido pelo nome de seu então governante, Suharto. Com a criação de um índice que abrangia apenas empresas que dependiam de sua conexão com o governante Suharto, verificou-se que notícias sobre problemas de saúde do governante afetavam negativamente o retorno do índice, evidenciando, assim, a importância desta conexão política.

Johnson e Mitton (2003) analisaram ligações políticas na Malásia, categorizando as empresas com ligações políticas àquelas cujos diretores ou acionistas principais eram associados a altos cargos governamentais.

Faccio (2004) construiu uma medida de conexões políticas para mais de 20.000 empresas listadas de 47 países, das quais concluiu que 541 estavam politicamente conectadas, o que representou aproximadamente 8% da amostra de mercado. O estudo conclui também que as conexões são particularmente comuns em países com níveis mais altos de corrupção, que impõem restrições aos investimentos estrangeiros pelos seus moradores. No entanto, conexões políticas são menos comuns em países com os regulamentos que estabelecem limites mais rigorosos sobre conflitos políticos de interesse.

Especificamente no Brasil o governo tem apresentado forte influência em um número considerável de empresas dos mais diversos setores. De acordo com Lazzarini (2011), em uma análise da rede de propriedade no país, é possível observar um incremento na participação do Estado na economia, seja através do controle direto das empresas, por meio de grandes estatais, ou de maneira indireta, através de fundos de pensão ou do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

No mandato da Presidente Dilma Rousseff, com a meta inflacionária real superior à oficial, para impedir que choques altistas de preços levassem ao rompimento do limite superior da banda de tolerância da meta de inflação e ajudar a consolidar o novo ambiente de taxas de juros menores, o governo se valeu de uma série de medidas para conter o avanço dos preços, através de desonerações tarifárias e controle artificial de preços sobre os quais o poder público tem ingerência via empresas politicamente conectadas.

As primeiras medidas de controle de preços recaíram sobre os combustíveis, como a gasolina e o diesel, que passaram a ser comercializados no mercado doméstico a preços inferiores aos do mercado internacional, gerando grandes perdas para a Petrobras e causando a deterioração da cadeia produtiva do etanol. Posteriormente, em setembro de 2012, com a Medida Provisória (MP) nº 579, alterou-se a forma de operação do setor elétrico, impondo-se novas regras de renovação das concessões.

Adicionalmente, os efeitos das incertezas políticas são potencializados em períodos eleitorais e de transições de governos, trazendo maior volatilidade aos mercados. Num sistema democrático, as eleições nacionais são um dos principais eventos políticos para redistribuição do poder, com implicações importantes para o futuro curso político e econômico de um país.

Dada a maior propensão do governo em intervir nas empresas, o mercado acionário passou a observar as expectativas de troca ou manutenção do governo durante os meses que precederam a eleição presidencial de 2014. Tendo havido elevada variação nas chances de reeleição, indicadas por flutuações nas pesquisas eleitorais, surge a oportunidade de examinar como novas informações potencialmente alterando as expectativas dos atores do mercado poderiam afetar sua estratégia de precificação.

Nesse sentido, o objetivo central desta tese será avaliar o impacto de informação trazida por pesquisas eleitorais sobre o retorno das ações de um grupo de empresas selecionadas na BM&F Bovespa, utilizando a metodologia de estudo de eventos. Dentre essas empresas, encontram-se grandes estatais como Petrobras e Banco do Brasil, que são diretamente controladas pelo governo e, portanto, mostram-se mais sensíveis às variações nas pesquisas eleitorais.

A dissertação está estruturada da seguinte forma. A seção seguinte, de revisão de literatura, apresenta estudos que relacionaram eventos políticos ao retorno dos investimentos, especificamente no contexto do mercado de ações. Dando seqüência, descreve-se em detalhe a metodologia de estudo de eventos, analisando o impacto da informação divulgada sobre o retorno nas ações brasileiras em determinada data. Na seção seguinte, serão descritos os dados utilizados, isto é, os papéis negociados em bolsa e suas características, bem como as pesquisas eleitorais e seus dados que utilizaremos para o cálculo da aprovação do governo. Por fim, são apresentados os resultados das análises, seguidos por uma seção de considerações finais.

2. Revisão de Literatura

2.1 Fatores políticos e o mercado acionário

Crescimento econômico e estabilidade política estão fortemente relacionados. A incerteza associada a um ambiente político instável pode reduzir a quantidade de investimentos e a velocidade de crescimento. Com o crescente aumento da mobilidade do capital físico entre países e regiões, o papel da instabilidade política na tomada de decisões econômicas está se tornando mais importante, com o investimento estrangeiro direto e fuga de capitais cada vez mais sensíveis às mudanças no ambiente político dos países.

Isto é reconhecido na economia política acadêmica da literatura em que os modelos, muitas vezes incluem alguma forma de instabilidade política. Alesina, Ozler, Roubini e Swagel (1992) apresentam evidências empíricas na iteração entre a instabilidade política e crescimento econômico, estudando a relação entre a propensão de mudanças de governo e o crescimento econômico em uma amostra de 113 países para o período de 1950- 1982. O resultado mostra que, em países e períodos de tempo com uma alta propensão de colapsos do governo, o crescimento é significativamente menor do que o contrário. Este efeito se mostrou significativo para os dois tipos de mudanças de governo consideradas: toda alteração de governo, incluindo aqueles que não envolvem uma mudança significativa na direção ideológica, ou uma transferência irregular de poder.

Alesina e Perotti (1994) também realizaram sua pesquisa voltada para os efeitos da instabilidade política no crescimento. Estimaram em uma seção transversal de 71 países para o período 1960-1985 um sistema de duas equações em que as variáveis endógenas eram o investimento em capital físico e uma medida de instabilidade política, concluindo que a desigualdade de renda aumenta a instabilidade política, sendo a estabilidade reforçada pela presença de uma classe média abastada, e que a instabilidade política produz um efeito adverso sobre o investimento e, portanto, sobre o crescimento.

Overland, Simons e Spagat (2000) mostram que os países conhecidos por terem direitos políticos limitados variam muito mais em suas taxas de crescimento do que os países de direitos políticos elevados. Além disso, os primeiros são muito mais propensos a enfrentar um rápido crescimento ou declínio do que os últimos. Estes resultados devem-se ao fato de

que quanto maior é a diferença entre utilidade e poder de um ditador, maior é a sua determinação em manter o poder e, portanto, para incentivar o crescimento econômico.

Acemoglu, Hassan e Tahoun (2014) analisaram como os protestos de rua e os eventos que os desencadearam na Primavera Árabe no Egito influenciaram as avaliações de diferentes tipos de empresas no mercado de ações. Para tal, com uma série de estudos de eventos, que ilustram os principais acontecimentos políticos da Primavera árabe do Egito, avaliou-se o valor de conexões políticas nos retornos das ações. O estudo conclui que nos nove dias de negociação seguintes a queda do Presidente Mubarak, o valor das empresas politicamente conectadas caiu cerca de 13% em relação ao valor de empresas não conectadas, indicando uma percepção de fuga de investimentos dessas empresas na bolsa de valores egípcia.

Esta vertente de estudo, que investiga as relações das empresas e o ambiente político, tem merecido a atenção de pesquisadores. Os achados que se ocupam dessa linha de pesquisa permitem inferir que, devido à multiplicidade de variáveis e métodos de mensuração, amostras, contextos políticos e correntes teóricas adotadas, ainda não oferecem generalizações, embora sinalizem efeitos importantes às firmas.

A literatura aponta que as ligações inter-organizacionais têm promovido benefícios às empresas, contribuindo na redução das incertezas. As redes de relacionamento podem gerar muitas vantagens, através de coordenação horizontal, relacionando duas ou mais firmas ao sistema de informação, ou coordenação vertical, com expertise amparada nas habilidades de conselheiros externos e reputação conquistada por uma imagem positiva ao mercado, como mostram Bazerman e Schoormann (1983).

Pfeffer (1972), Bazerman e Schoormann (1983) realizaram estudos que investigam a interdependência da organização com o ambiente externo. Analisam como esta interdependência pode comprometer a autonomia e o valor futuro das empresas.

As conexões entre as instituições e a política econômica também foram investigadas por Hillman e Keim (1995). Os autores desenvolveram estudo combinando conceitos da análise institucional da moderna economia política ao comportamento organizacional. Propuseram-se a analisar a interface entre os negócios e o governo para entender como os países desenvolvem as políticas econômicas, suas implicações, e como as firmas podem representar seus interesses nesses processos. No campo político, os autores descreveram o funcionamento de laços criados com eleitores, por doações, com troca de benefícios, tráfego de informações, reciprocidades, lobby e outros interesses.

A rigor, essas trocas de interesses geram benefícios mútuos, cuja dimensão de recursos envolvidos outorga determinadas preferências às firmas ou a grupos de interesses. A

intensidade do estreitamento político empreendido desenvolve certo grau de comprometimento entre os interessados, seja do político ou do partido, com o retorno esperado por meio de favorecimento. Os beneficiários passam a deter um dado valor que se traduz em informação, influência, proteção, recursos financeiros, rendas governamentais e favorecimento político, dentre outros.

O trabalho de Fisman (2001), em particular, representou um importante passo para efetivamente mensurar esses efeitos em empresas politicamente conectadas. Utilizando metodologia de estudo de eventos, investigou-se o efeito dos laços políticos sobre o retorno de firmas de 25 grupos na Indonésia, pós-crise asiática.

Fisman (2001) procurou medir a interferência, estrutura e centralidade do governo Suharto e os seus efeitos no desempenho das empresas. Utilizando um “índice de dependência” através do qual considerava o grau de conexão de cada empresa com Suharto, verificou-se que notícias negativas relacionadas à saúde do governante produziram efeitos mais negativos no valor das firmas com maior valor do índice.

As conexões políticas foram investigadas por meio de uma análise da composição do quadro acionário e do conselho diretivo das empresas. O autor listou todos os conglomerados ligados a cada um dos membros, bem como todas as empresas que fazem parte desses conglomerados, e, assim, pode identificar 269 das empresas politicamente conectadas. Entre essas empresas, 97 delas (36%) possuíam um membro da família Suharto como um dos seus acionistas ou em seu conselho.

O estudo concluiu que o preço das ações das empresas que possuíam maiores conexões com a família de Suharto caía muito mais rápido quando comparadas às demais empresas quando uma nova notícia sobre a saúde do governante era divulgada. A figura 1, elaborada por Fisman (2001), mostra o impacto anteriormente descrito, com as empresas agrupadas de acordo com seu grau de conexão política, sendo 1 para as de menor grau de conexão e 5 para as mais politicamente conectadas.

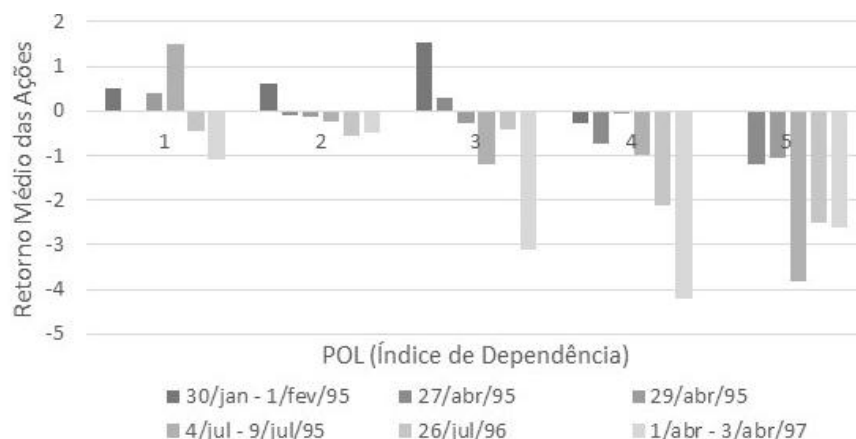


Figura 1: Retorno das ações em resposta à saúde de Suharto.

Fonte: Fisman (2001)

Dessa forma, o estudo de Fisman (2001) não somente confirmou como também conseguiu medir a importância de fatores políticos para a rentabilidade das empresas no mercado acionário. Especificamente, uma notícia negativa sobre Suharto reduzia o valor das ações politicamente conectadas ao governo em 0.28% a mais do que a variação do mercado.

De forma similar, porém mais abrangente, Faccio (2004) averiguou as conexões políticas ao redor do mundo. Ela estabeleceu um procedimento para evidenciar as conexões políticas, que se dariam somente por meio de cargos do alto escalão do Governo, como Primeiro Ministro, ou Membro do Parlamento de um regime parlamentarista, e as empresas a eles correlacionadas. Assim, encontrou-se um significativo incremento no valor da empresa quando os envolvidos com o negócio entram para a política.

Johnson e Mitton (2003) avaliaram os efeitos da crise asiática na Malásia, utilizando dados secundários contendo ligações políticas entre os maiores acionistas e os principais executivos com o primeiro Ministro Mahathir e o deputado opositor Anwar. A amostra foi de 424 firmas listadas na bolsa de valores do país, com dados do período de julho de 1997 a agosto de 1998. Evidenciou-se que, com a crise, firmas conectadas perderam subsídios importantes e reduziram o seu valor. Em algumas delas, cujo controle societário foi estabelecido pelo governo, resultados se mostraram restaurados em relação às firmas não ligadas politicamente, mas com acesso ao financiamento global. A interferência política do governo sobre as instituições financeiras possibilitou direcionar recursos a determinadas firmas. Em relação à alavancagem, firmas com laços políticos apresentaram maior variação, o que demonstrou maior acesso a capitais domésticos.

Em resumo, os estudos demonstram que firmas mais dependentes do governo tendem a ter conexões políticas mais intensas e possuem maior número de membros no conselho de

administração com background político. Firms com ligações políticas podem obter certos favorecimentos. Mas, entretanto, os laços também podem gerar efeitos adversos no valor das empresas, caso ocorram eventos negativos originados do ambiente político.

Segundo Musacchio e Lazzarini, (2014), as empresas sob controle governamental somam aproximadamente um quinto do mercado de ações global. Em grandes mercados, como Brasil, empresas controladas pelo governo ou em que o governo tem uma participação significativa de negociação são responsáveis por entre 30 e 40 por cento do mercado acionário.

Muitas dessas empresas com participações governamentais são listadas em bolsa. Ou seja, além do Estado como acionista, apresentam outros investidores que buscam fundamentalmente lucro. Dessa forma, existe um risco inerente de interferência estatal, visando atender a objetivos do governo em exercício, em detrimento aos interesses dos investidores individuais.

Podemos dividir a intervenção do estado em quatro visões principais, sendo elas:

1 Visão de Regulação Industrial: Enxerga a necessidade da intervenção estatal na economia como fundamental para solução de falhas do livre mercado, como por exemplo o financiamento de grandes projetos de infra-estrutura com longo prazo de maturação;

2 Visão Social: Quando o governo usa sua influência para fins sociais, muitas vezes conflitantes com a maximização dos lucros. Estes objetivos sociais incluem o uso de empresas públicas para promoção do desenvolvimento regional, criação de empregos e redistribuição de renda, como apontado por Shirley e Nellis (1991);

3 Visão Política: Motivada por fatores ideológico-partidários, as empresas estatais são utilizadas em benefício próprio. Enquanto as visões Industrial e Social pregam que a intervenção estatal é benéfica ou pelo menos benigna para economia, a Visão Política enfatiza as ineficiências e falhas do governo. Vários autores abordaram este tema, como Chong e López-de-Silanes (2005), La Porta e López-de-Silanes (1999), Shleifer (1998) e Shleifer e Vishny (1994).

4 Visão da Dependência do Passado: Diferente das outras abordagens, estudos sugerem que o capitalismo de estado não nasceu de uma necessidade econômica, mas de uma preferência ideológica pela intervenção estatal na economia ou de uma política nacionalista de afastar os investidores estrangeiros.

Existem diversas implicações para o capitalismo de estado e suas formas. Como principais, podemos destacar os problemas operacionais que, de acordo com Megginson e Netter (2001), afetam a eficiência das empresas quando comparadas aos seus pares do setor

privado. O uso das estatais para implementação de políticas sociais é a causa de impactos financeiros significativos ao caixa, reduzindo a capacidade de investimento, e de maior suscetibilidade ao favoritismo, com agentes privados utilizando influência política para obter vantagens do estado.

2.2 O efeito de fatores políticos no contexto brasileiro

O aumento dos preços de bens básicos e semimanufaturados, a intensificação do comércio mundial foi ponto primordial na participação do Brasil no cenário internacional e no incremento de sua taxa de crescimento nas últimas décadas.

Em 2010, de acordo com os dados do IPEA, a economia brasileira apresentou taxas de crescimento de 7,5%, superior a qualquer outro ano desde 1986, o ano do Plano Cruzado. No cenário externo, a economia mundial parecia estar superando a pior fase da recessão desencadeada a partir da crise do *subprime* em 2008. Com isso, as perspectivas econômicas para a economia brasileira eram bastante auspiciosas, com projeções de crescimento do PIB para 2011 e 2012 na casa dos 4,5% ao ano, com o produto industrial crescendo a taxas médias pouco superiores.

No entanto, o desempenho da economia brasileira nos anos seguintes revelou-se bem menos promissor. A economia brasileira, nos quatro anos de mandato da presidente Dilma Rousseff, teve crescimento acumulado de 7,4%, menor que o crescimento observado em 2010.

Buscando evidenciar os elementos na política econômica e fiscal que ocasionaram a desaceleração econômica durante os últimos anos, iremos avaliar as fases e principais medidas desde 2011. Conforme apontado por Cagnin, Prates e Freitas (2013), podem ser identificados três períodos na orientação da política macroeconômica no governo de Dilma Rousseff.

O primeiro período, que corresponde ao primeiro semestre de 2011, foi marcado pelas políticas monetária e fiscal com caráter restritivo, com o intuito de diminuir a atividade econômica e, assim, controlar a aceleração inflacionária. O Banco Central passou a atuar com a desvalorização do real frente ao dólar, visando, principalmente, melhorar a competitividade da indústria nacional. Para alcançar tais resultados, o Banco Central promoveu diversos tipos de intervenções no mercado cambial, como, por exemplo, elevação da alíquota de IOF para investimentos estrangeiros de portfólio, imposição de recolhimento compulsório sobre as

posições vendidas dos bancos no mercado de câmbio à vista e regulação das operações com derivativos cambiais, como exposto em Cagnin (2013).

O período seguinte se inicia em agosto de 2011 e termina em junho de 2012 e foi caracterizado pelo aprofundamento da crise da Zona do Euro, com queda do investimento estrangeiro na região de mais de 45%. Com isto, os países em desenvolvimento tornaram-se alternativa para a multiplicação do capital, abrindo caminho para a reorientação dos objetivos da política econômica e para priorizar a diminuição do diferencial entre a taxa básica de juros brasileira e as taxas de juros internacionais. Antes que a inflação apresentasse propensão efetiva de redução, o Conselho de Política Monetária resolveu iniciar o processo de redução da taxa básica. Tal processo estendeu-se até outubro do ano seguinte, quando a Selic atingiu seu ponto mais baixo, 7,12%, como podemos verificar no figura 2, que traz a evolução da taxa Selic.

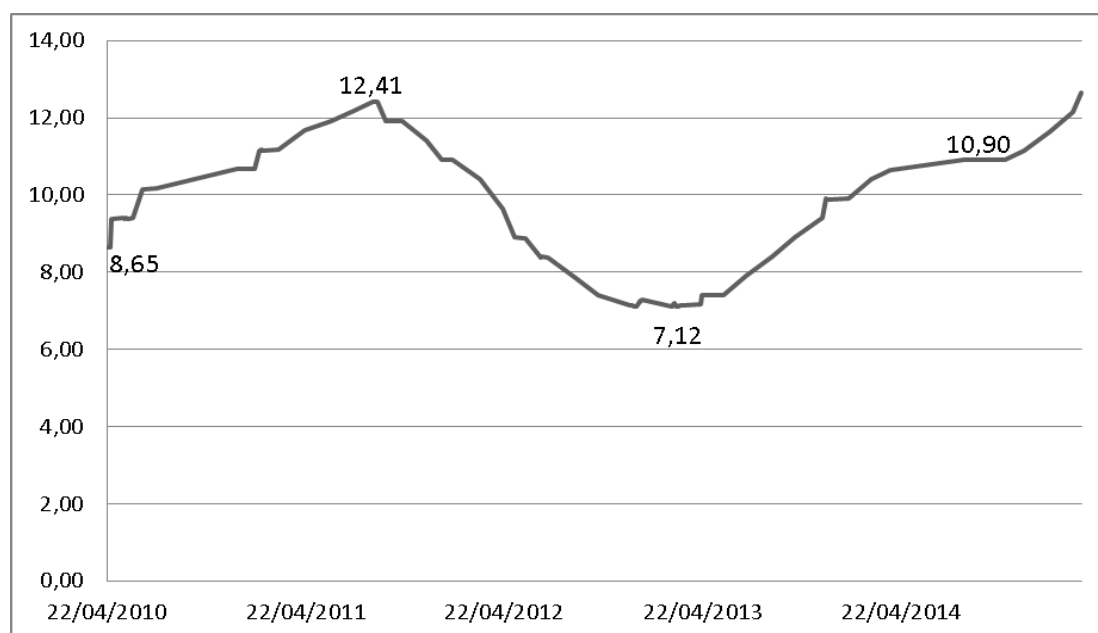


Figura 2: Evolução da taxa Selic de 2010 a 2014.

Fonte: Banco Central do Brasil

O terceiro período, que se inicia a partir do segundo semestre de 2012, foi marcado pelo aprofundamento da desaceleração da atividade econômica. Diante da acentuada desaceleração, o governo adotou medidas como estímulos creditícios e desoneração tributária.

O Banco Central, visando reduzir a dependência da taxa de juros para a contenção de demanda, fez uso de instrumentos que incidiam diretamente sobre o volume de crédito disponível na economia. Trata-se de medidas como elevação do depósito compulsórios dos

bancos comerciais sobre os depósitos a prazo e a vista e de aumento das exigências de capital próprio dos bancos para empréstimos de longo prazo.

Neste sentido, com o intuito de tentar forçar os bancos privados a reduzirem os custos dos empréstimos bancários por meio da contenção dos *spreads* bancários. Os bancos públicos atuaram de forma anticíclica, neutralizando a desaceleração da contratação de crédito pelos bancos privados, concedendo maior quantidade de crédito a taxas mais baixas do que as praticadas pelo setor privado, conforme exposto em Cagnin, Prates e Freitas (2013).

No setor elétrico, os ajustes se deram com a criação da Medida Provisória 579, que representou uma alteração nos aspectos estruturais do Modelo do Setor Elétrico Brasileiro conforme pontuado por Castro, Brandão e Dantas (2013). A MP sinalizou para todas as empresas geradoras e transmissoras do setor elétrico que os contratos de concessão que venceriam até 2017 passariam a vencer antecipadamente, podendo ser prorrogados por até trinta anos. Caso não fossem renovados, as concessionárias permaneceriam com os ativos até seu vencimento e, posteriormente, esses seriam licitados.

Nesse processo, as concessões sofreram uma alteração na forma com que a energia é vendida, adotando a metodologia de cotas de garantia física. A metodologia consiste nas empresas geradoras e transmissoras de energia venderem suas garantias físicas, abrindo mão de uma receita específica por uma receita menor. Assim, a renovação das concessões teve como maior consequência uma redução média das tarifas reguladas em torno dos 20%.

Os impactos decorrentes da Medida Provisória 579 foram sentidos fortemente pelas empresas afetadas. Pires (2014) discorre sobre os impactos das mudanças das regras e legislações, as quais ocasionaram grandes baixas contábeis e até perdas de patrimônio líquido para as empresas do setor. A estatal Eletrobrás, que teve 67% das suas concessões renovadas, sofreu queda de 49% de seu valor de mercado somente em 2012 e 2013.

Instituiu-se também a manutenção dos preços da gasolina, que já se encontravam defasados. A medida impactou diretamente o caixa e a capacidade de investimento da Petrobras e aumentou inconvenientemente a demanda de combustíveis, o que elevou as importações de petróleo e derivados e provocado a deterioração da balança comercial, conforme apontado no artigo de Pessoa (2013), onde vemos que dois terços da piora da balança comercial em 2013, em comparação ao ano anterior, que teve superávit de US\$ 15 bilhões, resultam da deterioração da balança comercial de petróleo e derivados. Na figura 3, conseguimos analisar os impactos desta medida, pela defasagem dos preços nacionais em relação aos internacionais.



Figura 3: Defasagem dos preços do petróleo de 2013 a 2014.

Fonte: Jornal Valor Econômico, EIA e ANP.

Ao reduzir a capacidade de investimentos da Petrobras, sacrifica-se também uma expansão econômica futura. Em linha com Serrano e Summa (2011), permitir que a Petrobras invista é o oposto de um ajuste fiscal, com conseqüências sobre o crescimento e a renda.

Mendonça (2007) afirma que os preços administrados possuem uma dinâmica com forte componente *backward-looking* e apresentam grande sensibilidade aos preços internacionais do petróleo e às desvalorizações da taxa de câmbio. Desta maneira, os preços administrados são responsáveis por uma maior persistência da taxa de inflação, o que, por sua vez, exige maiores taxas de juros para que ocorra um processo de desinflação devido à baixa sensibilidade às condições de oferta e demanda.

Desta forma, o processo de aceleração inflacionária, que teve início no final de 2012 e se estendeu pelo período seguinte, associado ao resultado decepcionante do crescimento econômico e ao alto grau de intervenção governamental na economia, explicitou os dilemas do regime de política macroeconômica e os limites da própria estratégia de flexibilização. Frente a isto, a avaliação do mercado em relação aos riscos de investimento no país tornou-se mais pessimista.

Isto se torna claro ao analisar os indicadores de confiança divulgados pelo IBRE-FGV. As sondagens são levantamentos estatístico de natureza qualitativa que fornecem mensalmente indicações dos setores do país e sua tendência. Como podemos constatar na figura 4, a partir do mês de agosto de 2013, o índice de confiança da indústria (ICI) ficou abaixo dos 100 pontos, sinalizando pessimismo do empresariado em relação às políticas econômicas e financeiras adotadas pelo governo, com o índice chegando a níveis próximos aos de períodos de crises ao final do primeiro semestre de 2014.

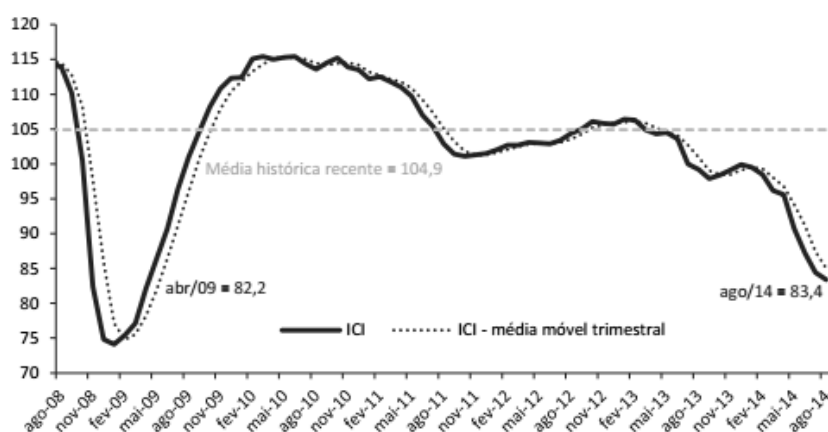


Figura 4: Índice de Confiança da Indústria de Ago/08 a Ago/14.

Fonte: Relatório de Sondagem da Indústria de Transformação – FGV IBRE

Ao ano de 2014, soma-se o período de maior instabilidade econômica ao de instabilidade política de um ano eleitoral. Conforme apontado no estudo de Mei (2002), durante períodos eleitorais, quando o governo tende a usar a máquina governamental a favor de seus interesses políticos. Desta forma, a participação do estado pode ser vista como sendo prejudicial para a eficiência de mercado, com o incentivo à criação de políticas econômicas insustentáveis.

Dentro de tais modelos, pode-se ver que a crise é mais provável de acontecer durante as eleições, uma vez que este é quando um governo democraticamente eleito teria o maior incentivo para desenvolver as seguintes políticas inconsistentes, usando a máquina de impressão de dinheiro para financiar um déficit orçamentário e ao mesmo tempo tentando manter taxas de câmbio fixas, utilizando reservas cambiais limitadas e, assim, ficando mais suscetível a ataques especulativos.

Uma das maneiras de verificar a condução das políticas econômicas durante este período é através das taxas de aprovação do governo. Segundo Pinto (2013), além do cenário político, a economia também afeta a forma como a opinião pública avalia o desempenho de seus governantes.

Os fatores econômicos correspondem à grande parte das explicações encontradas para as avaliações individuais sobre o desempenho do governo. A inflação e o desemprego são variáveis indispensáveis pelos estudos dessa área e representam em larga escala a parte econômica da teoria. Outras variáveis econômicas como o Produto Interno Bruto (PIB), balanço de pagamentos, taxa de câmbio e gastos orçamentários foram também testadas, mas seus resultados são pouco estáveis. Por sua vez, os fatores políticos são usualmente traduzidos

em um conjunto de quatro variáveis: as crises e escândalos políticos, guerras, os eventos políticos e os traços da personalidade do governante.

No Brasil, a percepção de piora no quadro econômico e social foi percebida pela população. As manifestações que começaram em junho e continuam em parte de julho de 2013, seguindo-se, ainda que de modo bastante diferenciado nos meses que se seguiram, tiveram em sua origem causas variadas. Começaram com as ações do Movimento Passe Livre, para redução das tarifas de transporte público, mas depois foram se ampliando até atingirem manifestações multitudinárias com demonstrações de insatisfação.

Tal fato pode ser constatado ao analisar a evolução do índice feito pelo instituto de pesquisas Datafolha. De acordo com a figura 5, percebeu-se o impacto na avaliação da presidente durante o período das manifestações, caindo de 60 para 30 o percentual de percepção de condução ótima ou boa.

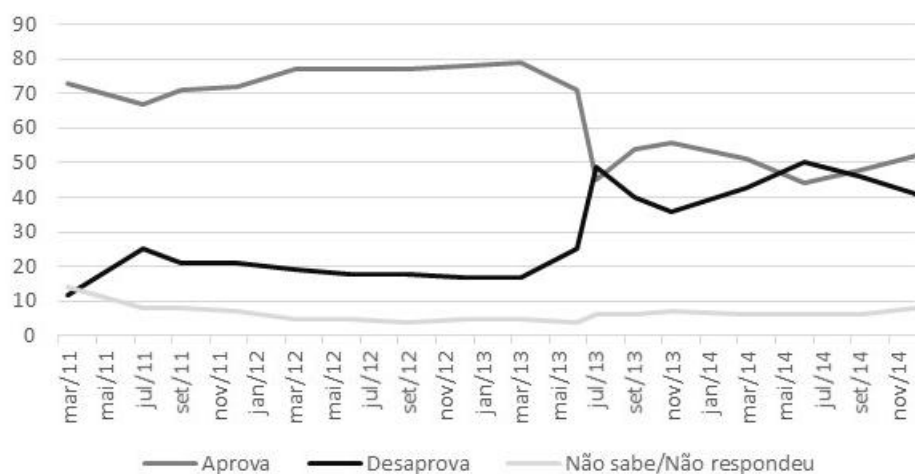


Figura 5: Evolução da aprovação do governo de mar/11 a nov/14.

Fonte: Ibope

E por traduzir o contentamento da população, tanto com as medidas sociais quanto econômicas adotadas no governo, o estudo do índice de aprovação tem primordial importância. Durante período eleitoral, investidores conseguem medir através do índice a probabilidade de reeleição e mensurar o rumo econômico de um país pelos próximos anos de governo.

3. Metodologia

O método empregado na pesquisa para avaliação dos efeitos das mudanças nas taxas de aprovação governamental sobre o mercado de capitais foi a metodologia de estudo de eventos.

Conforme Campbell, Lo e Mackinlay (1997) O estudo de eventos tem um longo histórico, sendo não só aplicado em pesquisas nas áreas contábeis e de finanças, como em processos de fusão e aquisição, mas também utilizado em outros campos. Contudo, a maioria das aplicações apresenta como foco o efeito de um evento no preço de uma classe particular de ações das empresas.

Tem como princípio básico a racionalidade do mercado, no qual os preços são indicadores das expectativas futuras dos agentes com relação à lucratividade e desempenho das empresas, considerando que os agentes se valem das informações disponíveis para a formação dos preços. Conforme Perobelli e Arbex (2000), A Hipótese de Mercados Eficientes pressupõe que mudanças nos preços devem ser originadas por processos aleatórios, uma vez que existe o uso eficiente de um conjunto de informações na previsão do comportamento futuro dos preços de uma determinada ação.

A metodologia do estudo de eventos pode ser dividida nas sete etapas listadas a seguir na figura 6.

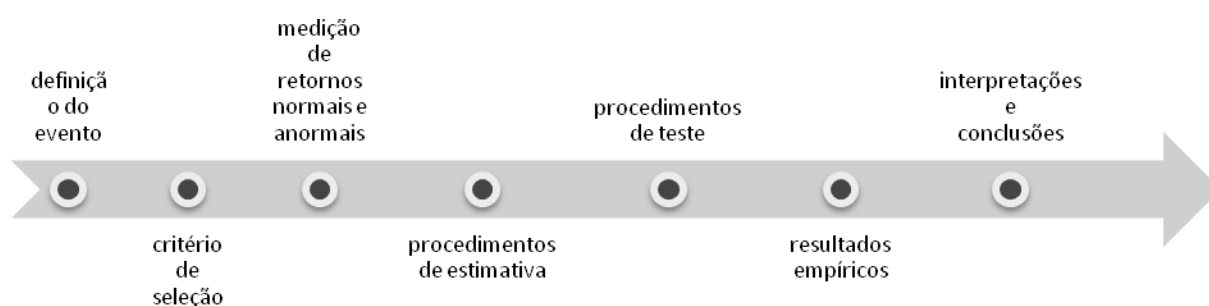


Figura 6: Etapas do estudo de eventos.

Fonte: Campbell, Lo e Mackinlay (1997)

3.1 Definição do Evento

O primeiro passo é a definição do evento que será analisado. A data de ocorrência do evento é definida como data zero e é determinado um período de análise, definido como a janela de evento.

A identificação precisa da data de ocorrência do evento, bem como do período da janela de evento, é importante para que os resultados obtidos reflitam a realidade. A janela de eventos deve ser tal que capture eventuais vazamentos de informações, porém não pode ser grande o suficiente para capturar oscilações anormais não relacionadas ao evento.

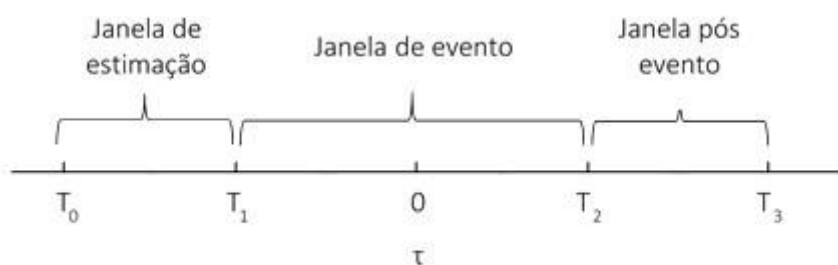


Figura 7: Linha do tempo para estudo de eventos

$\tau = 0$ – data do evento

$\tau = T_1+1$ até $\tau = T_2$ – janela de evento

$\tau = T_0+1$ até $\tau = T_1$ – janela de estimação

$\tau = T_2+1$ até $\tau = T_3$ – janela pós evento

Na presente pesquisa, iremos analisar o impacto de informações oriundas de pesquisas eleitorais como o evento que poderá influenciar os preços das ações. Em particular, como será descrito em mais detalhes adiante, será considerada a divulgação das taxas de aprovação do Governo, com o percentual da população que avalia a gestão como boa ou ótima, tomando como base os dados das pesquisas dos institutos Ibope e Datafolha, de janeiro a outubro de 2014.

Por se tratar de dados para os quais existe bastante especulação de mercado e ser diretamente relacionado à política e expectativa, é de supra importância o estudo da janela de eventos, permitindo a análise da sensibilidade do mercado a possíveis vazamentos e especulações de mercado.

Para isso, realizou-se a estatística t de retornos anormais cumulativos (CAR) para analisar as possíveis reações do mercado diante do anúncio de uma fusão ou aquisição, sendo os retornos médios cumulativos definidos por:

$$CAR_{[t1,t2]} = \sum A_t \quad (1)$$

Sendo A_t os retornos anormais das empresas

Foram estipuladas quatro janelas de evento, conforme segue:

1. Janela de três dias, considerando os dias -2 + 0;
2. Janela de um dia considerando o dia 0;
3. Janela de três dias considerando os dias 0 + 2;
4. Janela de cinco dias considerando os dias -2 + 2;

3.2 Critério de Seleção

Após a identificação do evento de interesse, é necessário determinar o critério de seleção do estudo. Kerlinger (1980) define como população o conjunto de objetos sob consideração e amostra como uma porção representativa da população. Compõe a população de interesse desta pesquisa grupos de empresas com ações regularmente negociadas na Bovespa no ano de 2014, conforme setor de atuação.

A escolha do período de análise deu-se por se tratar de um ano com eleições presidenciais, conjuntamente a um momento de maior instabilidade econômica, conforme discutido na seção de revisão de literatura. Para a seleção dos papéis, serão analisadas ações de empresas comumente negociadas no período de análise, fazendo parte da composição do índice Ibovespa.

3.3 Retornos Normais e Anormais: Modelos de Medição

Buscando observar o impacto do evento nas ações das empresas selecionadas, faz-se necessário a medição dos retornos anormais, que segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), trata-se do retorno observado pela ação subtraído de seu retorno normal para a mesma data,

onde o retorno normal é o retorno esperado para a ação caso o evento em questão não tivesse ocorrido. Assim, temos:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - E [R_i | X_t] \quad (2)$$

Sendo que $A_{i,t}$, é o retorno em excesso (retorno anormal), $R_{i,t}$ é o retorno real e $E[R_i|X_t]$ é a expectativa de retorno (normal) para a ação no período t , condicional a X_t , que representa a divulgação de novas informações. No caso do estudo em questão, divulgação de nova pesquisa de aprovação governamental.

Dentre os principais métodos de medição dos retornos anormais, podemos citar:

1. Retornos Ajustados à Média (ou a uma Constante): assume que o retorno médio de uma determinada ação é constante ao longo do tempo. O retorno em excesso para cada observação é calculado através da seguinte fórmula:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_i \quad (3)$$

Sendo que R_i é a média simples dos retornos da ação.

2. Retornos Ajustados ao Mercado: os retornos anormais são calculados através da diferença entre o seu retorno e a carteira de mercado, definida através da equação a seguir:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (4)$$

Sendo que $R_{m,t}$ é a o retorno da carteira de mercado.

3. Retornos Ajustados ao Risco e ao Mercado: relaciona os retornos de uma determinada ação aos retornos de um portfólio de mercado, ao qual se remove a o retorno da ação analisada. Com isso, pode-se ampliar a habilidade em se detectar os efeitos de eventos isolados. Por este método, os retornos anormais são calculados de acordo com a fórmula a seguir:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \quad (5)$$

Sendo que α_i é o coeficiente linear e β_i é o coeficiente angular da ação em relação aos retornos ajustados ao mercado.

Para o estudo, calculamos β_i de cada ação em relação ao índice Ibovespa, considerando os preços de fechamento do índice e dos papéis de janeiro a dezembro do ano de 2013. Os cálculos do retorno das ações e do retorno de mercado, por fim, foram realizados de acordo com a seguinte fórmula:

$$R = \ln (P_t/P_{t-1}) \quad (6)$$

Sendo que P_t e P_{t-1} são os preços das ações em t e em $t-1$, respectivamente.

Para minimizar a interferência dos papéis estudados na composição do índice utilizado, para o cálculo do retorno anormal das ações de cada empresa foi utilizado o retorno do índice sem a empresa analisada em sua composição. Para tal, utilizamos a seguinte fórmula:

$$R_{m,t} = p \cdot R_{i,t} + (1-p) \cdot R'_{m,t} \quad (7)$$

$$R'_{m,t} = (R_{m,t} - p \cdot R_{i,t}) / (1-p) \quad (8)$$

Sendo $R_{m,t}$ é o retorno do índice, $R'_{m,t}$ é o retorno do índice sem a ação estudada em sua composição, $R_{i,t}$ é o retorno da ação estudada e p é o percentual de participação da ação na composição do índice de mercado.

3.4 Hipótese a ser testada

A hipótese da existência de alguma relação entre o índice de aprovação do governo e o retorno das ações será verificada por meio da aplicação de testes estatísticos de associação seguindo a metodologia anteriormente descrita. Para atender este objetivo, foi formulada a seguinte hipótese, apresentada em sua forma nula:

H₀: Não existe relação entre o índice de aprovação do governo e o retorno das ações.

Esse teste será feito a partir de análise de regressão. Especificamente, utilizando os retornos anormais como variável dependente, será incluída como variável independente uma variável codificando a variação da aprovação do governo entre a pesquisa eleitoral recém-divulgada e a pesquisa imediatamente anterior.

4. Dados

Utilizou-se para o estudo uma amostra que inclui 18 empresas de diversos segmentos, cuja base de dados consiste nos preços de fechamento das ações no período de janeiro a outubro de 2014, obtidos através da plataforma Bloomberg.

As empresas foram divididas de acordo com seu segmento de atuação em grupos para a análise de clusters, sendo eles bancário, elétrico, consumo, telecomunicações, commodities. Criou-se também o cluster das estatais, para as empresas cujo controle majoritário é feito pelo governo, conforme exposto na tabela 1.

Tabela 1: Empresas e composição dos grupos estudados

Ticket	Empresa	Setor
BBAS3 BZ EQUITY	Banco do Brasil	Bancário
BBDC4 BZ EQUITY	Bradesco	Bancário
ITUB4 BZ EQUITY	Itau Unibanco	Bancário
SANB11 BZ EQUITY	Santander Brasil	Bancário
CMIG4 BZ EQUITY	Cemig	Elétrico
CPFE3 BZ EQUITY	CPFL	Elétrico
ELET6 BZ EQUITY	Eletrobrás	Elétrico
ELPL4 BZ EQUITY	Eletropaulo	Elétrico
ENBR3 BZ EQUITY	Energia do Brasil	Elétrico
LIGT3 BZ EQUITY	Light	Elétrico
OIBR3 BZ EQUITY	Oi	Telecomunicações
TIMP3 BZ EQUITY	Tim Participações	Telecomunicações
PETR4 BZ EQUITY	Petrobrás	Commodities
VALE5 BZ EQUITY	Vale	Commodities
ABEV3 BZ EQUITY	Ambev	Consumo
BRF3 BZ EQUITY	Brasil Foods	Consumo
JBS3 BZ EQUITY	JBS	Consumo
PETR4 BZ EQUITY	Petrobrás	Estatais
BBAS3 BZ EQUITY	Banco do Brasil	Estatais
SBSP3 BZ EQUITY	Sabesp	Estatais
CMIG4 BZ EQUITY	Cemig	Estatais
ELET6 BZ EQUITY	Eletrobrás	Estatais

Em linha com a metodologia descrita, foram calculados os retornos anormais em relação ao Ibovespa, excluindo-se do índice a participação da empresa a ser analisada de sua composição. Para tanto, utilizamos o peso de cada empresa conforme divulgado pela BM&F Bovespa. Na tabela 2, podemos visualizar a participação de cada empresa analisada na composição do índice.

Tabela 2: Participação na carteira do Ibovespa.

Empresa	% Participação Ibovespa
Itau Unibanco	10,869
Bradesco	8,311
Ambev	7,715
Petrobrás	5,452
Brasil Foods	4,537
Vale	3,92
Banco do Brasil	2,475
JBS	1,988
Cemig	1,129
Tim Participações	1,034
Sabesp	0,7
Santander Brasil	0,651
CPFL	0,614
Oi	0,445
Energia do Brasil	0,25
Light	0,214
Eletróbrás	0,176
Eletropaulo	0,094

Fonte: BM&F Bovespa

Ainda, para o cálculo dos retornos anormais, calculamos o coeficiente de regressão de reta para cada empresa em relação ao Ibovespa, considerando os retornos de janeiro a dezembro de 2013. Desta forma, determinamos o beta de cada papel, como vemos na tabela 3.

Tabela 3: Beta das empresas estudadas

Empresa	Beta
Petrobrás	1,6028
Banco do Brasil	1,1916
Oi	1,1472
Eletropaulo	1,1121
Bradesco	1,0995
Eletróbrás	1,0821
Itau Unibanco	1,0215
JBS	0,9773
CPFL	0,8502
Light	0,8437
Cemig	0,8409
Energia do Brasil	0,7954
Sabesp	0,7940
Vale	0,7716
Tim Participações	0,6122
Ambev	0,5230
Santander Brasil	0,4897
Brasil Foods	0,4520

Para o estudo dos grupos de empresas, considerou-se o valor de capitalização de cada empresa para determinar o seu peso na composição do grupo estudado, sendo os valores utilizados para a análise os divulgados pela plataforma Bloomberg e expostos na tabela 4.

Tabela 4: Valores de capitalização das empresas, em bilhões de reais.

Empresa	Valor Capitalização
Itau Unibanco	181.5
Bradesco	147.7
Ambev	250.5
Petrobrás	125.3
Brasil Foods	56.1
Vale	107.4
Banco do Brasil	69.7
JBS	35.9
Cemig	15.7
Tim Participações	28.3
Sabesp	11.8
Santander Brasil	49.1
CPFL	17.4
Oi	9.0
Energia do Brasil	4.3
Light	3.5
Eletrobrás	7.9
Eletropaulo	1.6

Fonte: Bloomberg

O uso do índice Ibovespa como o valor de retorno de mercado para o cálculo dos retornos anormais das ações, pode levar a resultados sub dimensionados, uma vez que o índice possui em sua composição empresas cujos retornos estão altamente correlacionados ao governo. Com o intuito de mensurar o impacto da aprovação governamental no índice como um todo, calculou-se o retorno anormal deste com base em uma carteira de mercado, composta pelos índices dos principais países latino americanos, ponderados de acordo com o tamanho de mercado de cada um, conforme abaixo. Para determinar a correlação entre o Ibovespa e a carteira de mercado, coletou-se dados de janeiro de 2010 a dezembro de 2014.

Tabela 5: Percentual de participação na composição da carteira de mercado

Index	País	Participação %
MEXBOL	México	60.18%
IPSA	Chile	5.31%
COLCAP	Colômbia	1.77%
MERVAL	Argentina	15.59%
IGBVL	Peru	17.15%

Para a aprovação governamental, utilizamos os dados da pesquisa Datafolha e Ibope. As pesquisas são realizadas de acordo com métodos estatísticos, no qual o modelo de amostragem utilizado é o de conglomerados em três estágios. No primeiro estágio, os municípios são selecionados probabilisticamente através do método PPT (Probabilidade Proporcional ao Tamanho), tomando os eleitores que votaram nas últimas eleições (votantes) como base para tal seleção. No segundo estágio são selecionados os conglomerados: setores censitários, com PPT (Probabilidade Proporcional ao Tamanho) sistemático. A medida de tamanho é o número de votantes dos setores. Finalmente, no terceiro estágio é selecionado em cada conglomerado um número fixo de votantes segundo cotas de variáveis.

A margem de erro estimada é de 2 pontos percentuais para mais ou para menos sobre os resultados encontrados no total da amostra. O nível de confiança utilizado é de 95%.

Para a análise, as perguntas feitas aos entrevistados foram: “Como o(a) sr(a) classifica a administração da Presidente Dilma Rousseff até o momento? O(a) sr(a) diria que ela está sendo” pelo Datafolha, e “Na sua avaliação, o Governo da Presidente Dilma Rousseff está sendo:” pelo Ibope.

Para ambos os institutos, as alternativas para as respectivas perguntas eram:

- a) Boa / Ótima
- b) Regular
- c) Ruim / Péssima
- d) Não sabe / Não Respondeu

Com base nos dados obtidos nas pesquisas, obtivemos as informações colocadas nas tabelas 4 e 5, para cada instituto, considerando as datas de sua divulgação. A variável *delta_aprovação* mede a variação do percentual de pessoas que consideram o governo com gestão boa ou ótima entre a pesquisa estudada e a imediatamente anterior para cada um dos institutos considerados. As tabelas 6 e 7 trazem os índices divulgados para cada instituto.

Tabela 6: Percentuais de aprovação do governo.

Instituto	Data	% Aprovação	Delta Aprovação
	09/08/2013	36	
	11/10/2013	38	2
	02/12/2013	41	3
	24/02/2014	41	0
	07/04/2014	36	-5
	09/05/2014	35	-1
	06/06/2014	33	-2
	03/07/2014	35	2
Datafolha	18/07/2014	32	-3
	18/08/2014	38	6
	01/09/2014	35	-3
	04/09/2014	36	1
	11/09/2014	36	0
	19/09/2015	37	1
	29/09/2014	39	2
	03/10/2014	39	0
	10/10/2014	39	0
	16/10/2014	40	1
	21/10/2014	42	2
	24/10/2014	44	2

Fonte: Instituto Datafolha

Tabela 7: Percentuais de aprovação do governo.

Instituto	Data	% Aprovação	Delta Aprovação
	11/03/2013	63	
	19/06/2013	55	-8
	14/07/2013	31	-24
	19/08/2013	38	7
	17/09/2013	37	-1
	21/10/2013	38	1
	11/11/2013	39	1
	02/12/2013	43	4
	24/02/2014	39	-4
	27/03/2014	36	-3
	18/04/2014	34	-2
	22/05/2014	35	1
	11/06/2014	31	-4
Ibope	19/06/2014	31	0
	23/07/2014	31	0
	08/08/2014	32	1
	27/08/2014	34	2
	04/09/2014	36	2
	12/09/2014	38	2
	17/09/2014	37	-1
	24/09/2014	39	2
	01/10/2014	38	-1
	03/10/2014	39	1
	04/10/2014	40	1
	10/10/2014	39	-1
	16/10/2014	43	4
	24/10/2014	45	2
	25/10/2014	46	1

Fonte: Ibope

Para cada pesquisa, verificou-se o horário e data de divulgação com o intuito de ajustá-las, para que o estudo pudesse verificar o impacto da informação no dia útil correspondente. Desta forma, se a pesquisa foi divulgada após horário de pregão, a data considerada foi o dia útil subsequente. A mesma metodologia foi aplicada para ajustar quando as pesquisas tenham sido divulgadas em dia não útil.

5. Resultados

Com os dados de retorno de cada empresa para cada data de divulgação das pesquisas, foram estimadas regressões para os grupos de análise e para as empresas individualmente, como veremos nas próximas seções. Analisamos o impacto por 4 distintas janelas de observações, conforme exposto em Metodologia, tanto para os grupos analisados como para as empresas individualmente.

5.1 Análise por grupos

A tabela 8 mostra os resultados obtidos através da regressão dos clusters para cada uma das janelas de eventos propostas. Como exposto anteriormente, estudou-se também o cluster estatais, cuja composição contém apenas empresas de controle majoritário do governo.

Tabela 8: Regressões por grupo de empresas para as janelas de estimação

Grupos	D-2 a D0		D0		D0 a D2		D-2 a D2	
	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
Elétricas	-0.10964	0.327	0.065202	0.378	-0.02719	0.814	-0.2273	0.167
Bancos	-0.23441	0.041	-0.09514	0.103	-0.04866	0.594	-0.09488	0.513
Varejo	0.479103	0.021	0.092725	0.264	0.12781	0.271	0.304381	0.156
Telecom	0.416125	0.112	0.184328	0.139	0.592898	0.033	0.824695	0.028
Commodities	-0.19862	0.157	-0.05868	0.575	-0.18586	0.354	0.007651	0.975
Estatais	-0.6481	0.047	-0.29176	0.015	-0.39897	0.066	-0.46475	0.22

Pelos resultados obtidos, conseguimos verificar que o aumento do percentual de aprovação do governo leva a um impacto mais significativo na perda de valor para algumas empresas, como podemos verificar na tabela 8 para os grupos de Bancos e Estatais, sendo a janela de estimação com maior relevância estatística a que contempla o retorno acumulado de até dois dias antes da data de divulgação da pesquisa.

O grupo de estatais tem uma diminuição de aproximadamente 0.64% no retorno de seus ativos para o aumento de cada 1 ponto percentual na aprovação da condução política e econômica pelo governo. Era esperado que este fosse o grupo maior correlação à divulgação de novos indicadores, uma vez que este grupo possui o governo como acionista majoritário e, dada a recente condução da política econômica, com intervenções nos preços administrados, a

percepção dos investidores em relação ao risco político tende afetar diretamente este grupo de empresas.

Por outro lado, no setor de varejo verificamos movimento oposto em relação aos grupos expostos anteriormente, sendo as ações positivamente afetadas por um aumento no percentual de aprovação governamental, nos dias precedentes ao anúncio. Um dos possíveis motivos se dá por este grupo possuir em sua composição ativos que são considerados menos arriscados, com menor intervenção governamental direta nas empresas. Contribui ainda o fato da política econômica adotada pelo governo em reeleição ser fundamentada no estímulo ao consumo, beneficiando diretamente o setor varejista.

5.2 Análise por empresas

Da mesma forma que o sub-item 5.1, verificou-se para cada uma das janelas de eventos propostas os resultados para as empresas individualmente. A tabela 9 mostra os resultados obtidos.

Tabela 9: Regressão por empresa para as janelas de estimação – retorno anormal

Empresa	D-2 a D0		D0		D0 a D2		D-2 a D2	
	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
CPFL	0.00652	0.97	0.21971	0.416	0.16715	0.248	-0.0227	0.93
Cemig	-0.2372	0.242	-0.0937	0.489	-0.2619	0.112	-0.417	0.018
Eletrobras	-0.216	0.188	-0.0104	0.917	-0.0352	0.898	-0.5293	0.151
Eletropaulo	-0.5385	0.013	-0.0522	0.671	-0.2521	0.22	-0.4944	0.06
Energia do Brasil	0.22331	0.386	0.10322	0.492	-0.0987	0.699	-0.1556	0.627
Light	-0.0811	0.698	0.19046	0.308	0.27245	0.489	0.32715	0.391
BB	-0.8095	0.015	-0.2154	0.122	-0.2062	0.327	-0.6834	0.076
Bradesco	-0.3026	0.067	-0.211	0.006	-0.0689	0.436	-0.0764	0.612
Itau	-0.1291	0.255	0.00547	0.965	0.02524	0.895	0.10332	0.642
Santander Brasil	0.39881	0.112	0.05253	0.733	-0.0372	0.874	-0.0469	0.878
Ambev	0.58129	0.018	0.08836	0.401	0.14146	0.317	0.35472	0.144
JBS	0.33174	0.146	0.13571	0.222	0.30629	0.083	0.33881	0.134
BRF	0.11775	0.609	0.08467	0.378	-0.0473	0.808	0.05784	0.865
Oi	0.20867	0.631	0.00904	0.969	0.2233	0.665	0.42292	0.474
Tim Participações	0.48209	0.053	0.24006	0.07	0.71041	0.005	0.95244	0.009
Petrobras	-0.7085	0.129	-0.4262	0.03	-0.6019	0.082	-0.391	0.444
Vale	0.39598	0.205	0.36988	0.006	0.29931	0.188	0.47256	0.197
Sabesp	0.10501	0.524	-0.2918	0.015	0.22814	0.113	0.18622	0.478

Quando analisamos as empresas individualmente, conseguimos confirmar a análise feita anteriormente nos grupos, com os resultados estatisticamente significativos em sua maioria concentrados na janela de estimação de até dois dias antes da divulgação da pesquisa eleitoral.

Empresas nas quais o governo possui o controle ou que possui uma participação significativa no poder decisório tiveram maiores perdas percentuais nos cenários de aprovação do governo vigente. Este é o caso das estatais Petrobras e Banco do Brasil são as maiores impactadas entre as empresas estudadas. Considerando o valor de mercado do Banco do Brasil de R\$ 69 bilhões, cada 1 ponto percentual de aumento na aprovação do governo, aumentando suas chances de reeleição, induz à perda de valor potencial de R\$ 56 milhões para a empresa. No caso da Petrobras, com valor de mercado de R\$ 125 bilhões, o impacto potencial é de R\$ 880 milhões.

No setor elétrico obtivemos resultados estatisticamente significantes apenas para as empresas Cemig, Eletropaulo e CPFL. Esperava-se que a Eletrobras também apresentasse resultados significativos. Uma das possíveis causas é o sub dimensionamento dos excessos de retorno ao se utilizar o Ibovespa como retorno de mercado, conforme verificaremos mais adiante.

Para o setor de varejo, pudemos verificar resultado significativo e com correlação positiva, assim como outras empresas ligadas ao consumo. Como exposto anteriormente, a principal base da política econômica do atual governo se dá pelo estímulo e aumento a renda per capita, beneficiando setores ligados ao consumo, como o setor de varejo e telecomunicações. Com isto, com o aumento das chances de reeleição verificamos correlação positiva com grandes empresas, como Ambev e Tim Participações.

5.3 Análise do retorno do Ibovespa

Esperava-se que, em sua grande maioria, as empresas estudadas apresentassem valores estatisticamente significativos e correlacionados ao evento de mercado, dado o elevado grau de incerteza política e a volatilidade observada durante o período. Porém, os resultados obtidos apresentaram relevância para apenas um conjunto restrito de empresas. Uma das possíveis causas se dá ao se considerar o Ibovespa como o retorno de mercado, dado que em sua composição estão empresas que são impactadas diretamente com a avaliação governamental, o retorno anormal calculado para as demais empresas tende a ser sub dimensionado. Especificamente, durante os dois meses precedentes às eleições, a divulgação

de novos dados eleitorais ocasionou um impacto significativo no retorno da empresa Petrobrás e do Banco do Brasil. Portanto, o cálculo do retorno anormal para as demais empresas em relação ao Ibovespa, que contém participação expressiva dos retornos das duas supra citadas em sua composição, acaba impactando a qualidade da informação.

Para avaliar este impacto, analisamos o comportamento do índice em relação à divulgação de novos dados eleitorais, utilizando como retorno de mercado uma carteira de índices de ações de países correlacionados ao Brasil, considerando como peso de cada índice a ponderação do seu tamanho de mercado. Avaliamos então o retorno acumulado de até dois dias antes da data de divulgação para o índice Ibovespa em relação às variações da aprovação do governo. Conclui-se que o índice possui significância estatística em sua correlação com a aprovação do governo, corroborando como hipótese de que os retornos anormais das empresas utilizados na análise podem estar sub-dimensionados, uma vez que parte do efeito político pode estar capturado pelo próprio índice.

5.4 Análise do retorno absoluto das empresas

Ao analisar a regressão do Ibovespa conseguimos verificar que o retorno anormal do índice está negativamente correlacionado com o aumento da aprovação do governo, sendo os valores encontrados estatisticamente significantes, podendo, portanto, produzir resultados incompletos para a análise. Isto posto, realizamos novo estudo considerando o retorno absoluto das empresas estudadas, como forma de minimizar o sub dimensionamento causado pelo índice utilizado. Os resultados encontram-se na tabela 10.

Tabela 10: Regressão por empresa para as janelas de estimação – retorno normal

Empresa	D-2 a D0		D0		D0 a D2		D-2 a D2	
	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
CPFL	-0.38417	0.338	-0.11414	0.568	-0.04419	0.886	-0.367	0.462
Cemig	-0.62515	0.055	-0.36369	0.096	-0.59084	0.052	-0.87175	0.047
Eletrobras	-0.60623	0.066	-0.09172	0.654	0.040397	0.909	-0.4601	0.308
Eletropaulo	-0.92869	0.028	-0.34165	0.051	-0.50145	0.247	-1.13371	0.079
Energia do Brasil	-0.16791	0.618	-0.044	0.797	-0.39292	0.2	-0.52188	0.265
Light	-0.47157	0.176	-0.16799	0.344	0.052243	0.877	-0.26503	0.54
BB	-1.18008	0.033	-0.44405	0.073	-0.5115	0.249	-1.24031	0.096
Bradesco	-0.66814	0.103	-0.43199	0.034	-0.17891	0.519	-0.38435	0.384
Itau	-0.51733	0.147	-0.30799	0.052	-0.15919	0.564	-0.34179	0.415
Santander Brasil	0.005557	0.968	-0.04677	0.718	-0.05059	0.709	0.014655	0.935
Ambev	0.145788	0.46	0.045222	0.713	0.094921	0.545	0.178423	0.395
JBS	-0.06551	0.863	-0.06035	0.799	0.12274	0.72	0.149824	0.708
BRF	-0.27825	0.108	-0.23489	0.088	-0.25675	0.068	-0.28313	0.082
Oi	-0.00867	0.12	0.010424	0.969	0.023299	0.665	0.002292	0.474
Tim Participações	-0.0543	0.53	-0.00401	0.7	0.007412	0.05	0.009524	0.09
Petrobras	-1.06051	0.134	-0.76404	0.032	-0.7976	0.14	-1.01358	0.26
Vale	-0.0102	0.955	-0.01311	0.918	-0.23802	0.411	-0.21379	0.442
Sabesp	-0.28638	0.333	0.003709	0.979	0.017892	0.954	-0.28805	0.442

Por esta regressão, conseguimos verificar que diversas empresas dos setores elétrico e bancário também apresentaram resultados estatisticamente significativos em resposta à divulgação de novas informações eleitorais, como esperávamos.

Da mesma forma, as empresas do setor bancário, além do Banco do Brasil, os bancos nacionais Itau e Bradesco apresentaram correlação negativa com o aumento da possibilidade de manutenção do governo. O setor também sofreu intervenção de preços com a política econômica vigente, com incentivos creditícios para estimular a economia. Além disso, a menor velocidade de crescimento e, conseqüentemente, a deterioração do cenário econômico afetam diretamente este segmento.

No setor elétrico, o conjunto de empresas Cemig, Eletrobras e Eletropaulo, além de estarem fortemente ligadas ao governo, estão em um setor que sofreu durante os anos de 2013 e 2014 diversas intervenções governamentais como medida para conter a inflação do período. Por tanto, era esperado que a expectativa de manutenção da política econômica ocasionasse diminuição dos retornos destes ativos. Contudo, ao analisarmos os resultados verificamos significância estatística com relevância apenas a 10%, mostrando correlação negativa com a

melhora na aprovação governamental. Dado grau de significância não elevado, e necessário que maiores estudos sejam feitos para contemplar o impacto governamental nestas empresas, que não serão englobados neste trabalho.

6. Conclusão

O ponto central desta tese foi investigar os efeitos políticos no mercado de capitais brasileiro, integrando correntes teóricas da dependência de recursos e governanças e suas relações com o desempenho das firmas. Para o estudo, utilizaram dados empíricos de empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa no período de janeiro a outubro de 2014 e os relatórios de aprovação governamental dos institutos Datafolha e Ibope durante o mesmo período. Com o objetivo de capturar os efeitos da aprovação política no retorno das empresas, foram empregadas regressões em painel para os grupos de atuação, conforme classificado neste trabalho, e para as empresas individualmente.

A interdependência da organização com o ambiente externo pode comprometer a autonomia e o valor futuro das empresas. Períodos de maior instabilidade política podem afetar diretamente o valor de empresas que possuem elevado grau de influência do governo, ficando mais suscetíveis a intervenções.

Em especial, nos períodos eleitorais há intensificação da volatilidade de mercado devido ao período de incerteza política. Nesse sentido, o presente estudo procurou avaliar como instabilidade política e econômica podem afetar o desempenho das empresas em bolsa, evidenciando percepções de risco dos investidores em relação ao país e, conseqüentemente, o aumento da volatilidade do mercado.

Ao analisar os dados, podemos verificar o resultado da instabilidade gerada pelas eleições brasileiras nas estatais Petrobras, Banco do Brasil com maior intensidade. Podemos inferir que o impacto do aumento da aprovação do governo de agosto a outubro de 2014, período no qual se iniciaram as propagandas eleitorais, gerou uma diminuição R\$ 11 bilhões no valor de mercado da empresa Petrobras dado o aumento de 14 pontos na aprovação da presidente Dilma Rousseff. Para o Banco do Brasil, o impacto foi de R\$ 7 bilhões.

Para empresas que são diretamente relacionadas com a qualidade e condução das políticas econômicas, podemos verificar movimentos heterogêneos, de acordo com o setor de atuação.

Para setor bancário, significa na diminuição do valor de mercado de R\$ 990 milhões tanto para o Itaú como para o Bradesco, dado o impacto negativo no retorno de seus ativos com cada ponto percentual de melhora na aprovação das Presidente Dilma Rousseff.

Já para setores de varejo e telecomunicações, a melhora do governo e o retorno dos ativos se mostrou positivamente correlacionados, motivado principalmente pelos retornos da empresa Ambev. Uma possível causa para este movimento pode advir do fato que a principal frente da política econômica do governo candidato à reeleição diz respeito ao estímulo à renda, impactando diretamente e positivamente os setores.

Desta forma, conseguimos concluir que o governo e a condução das políticas econômicas e monetárias têm papel substancial no retorno dos ativos do mercado brasileiro, em especial aos que possuem elevado grau de participação em sua composição, as empresas estatais, impactando diretamente o retorno dos ativos.

Um ponto de atenção já exposto e que cabe como sugestão de melhoria para próximos estudos, se dá pelo fato de que os resultados obtidos considerarem o excesso de retorno dos ativos em relação ao índice Ibovespa, que possui em sua composição ativos que são altamente impactados pela aprovação governamental. Desta forma, para se obter resultados que reflitam mais fidedignamente os impactos da aprovação governamental nos ativos brasileiros, deve-se obter uma nova medida de retorno de mercado.

Ainda, para as empresas do setor elétrico verificamos relevância estatística apenas a 10% de relevância. Por apresentarem significância fraca e estarem inseridas em um setor bastante impactado pelas medidas político-econômicas do governo, maiores estudos no setor se fazem necessários para compreender melhor os resultados.

Como o estudo não investiga como as empresas estabelecem conexões políticas com o governo em seus aspectos operacionais, fatores inobserváveis neste estudo podem gerar interpretações incompletas. É importante reconhecer o percentual de controle da propriedade pelo estado para obter visão mais específica das consequências das ações políticas nos retornos de empresas com alta correlação governamental.

Cabe como sugestão também a ampliação do período estudado, para abranger mais de um governo e mandato, a fim de analisar como a influência política e a condução de políticas econômicas de cada partido, com convicções e ideologias diferentes, impactam o valor de mercado das empresas.

7. Referências Bibliográficas

ACEMOGLU, D.; HASSAN, T.; TAHOUN, A. The Power of The Street: Evidence from Egypt's Arab Spring, *Journal of Political Economy*, v. 122, n.2, p. 319-368, 2014.

ALESINA, A.; OZLER, S.; ROUBINI, N.; SWAGEL, P. Political Instability and Economic Growth, *National Bureau of Economic Research*, 1992.

ALESINA, A.; PEROTTI, R. The Political Economy of Growth: A Critical Survey of Recent Literature, *World Bank Economic Review*, v.8, n. 3, p. 351-371, 1994.

BARRO, R. Economic Growth in a Cross Section of Countries, *Quarterly Journal of Economics*, 1991.

BAZERMAN, M. H.; SCHOORMAN, F.D. A Limited Rationality Model of Interlocking Directorates, *Academy of Management Review*, v.8, n. 2, p. 206-217, 1983.

CAGNIN, R.; PRATES, D.; FREITAS, M A Gestão Macroeconômica do Governo Dilma (2011 e 2012), *Novos Estudos*, v. 97, p. 169-185, 2013.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. The econometrics of financial markets, *Princeton University Press*, p. 611, 1997.

CASTRO, N.; BRANDAO, R. Questões sobre a Renovação das Concessões de Distribuição, *Grupo de Estudos do Setor Eletrico (GESEL)*, v. 54, p. 1-13, 2013.

FACCIO, M Politically Connected Firms, *American Economic Review*, v. 96, n. 1, p. 369-386, 2004.

FISMAN, R. Estimating the Value of Political Connections, *American Economic Review*, v. 91, p. 1095-1102, 2006.

HILLMAN, A.; KLEIN International variation in the business-government interface: institutional and organizational considerations, *The Academy of Management Review*, v. 20, p. 193-214, 1995.

JOHNSON, S.; MITTON, T. Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia, *Journal of Financial Economics*, v. 67, p. 351-382, 2003.

KERLINGER, F. *Metodologia da pesquisa em ciências sociais*, São Paulo: EPU, 1980.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. The Benefits of Privatization, *Quarterly Journal of Economics*, v. 114, p. 1193– 1242, 1999.

LAZZARINI, S. *Capitalismo de Laços: Os Donos do Brasil e suas Conexões*, Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LAZZARINI, S. MUSACCHIO, A. Leviathan as a Minority Shareholder: A Study of Equity Purchases by the Brazilian National Development Bank, 1995 – 2003, *Working Paper Series*, 2010.

LÓPEZ-DE-SILANES, F.; CHONG. Privatization in Latin America: Myths and Reality. *IDB Working Paper*, n. 494, 2005.

MEGGINSON, W. L.; NETTER From State to Market: A Survey of Empirical Studies of Privatization, *Journal of Economic Literature*, v. 39, p. 321-389, 2001.

MEI, J. Political Uncertainty, Financial Crises and Market Volatility. Department of International Business, *New York University*, 2002.

MENDONÇA, H. Metas para inflação e taxas de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. *Revista de Economia Política*, v. 27, n. 3, p. 431-451, 2007.

OVERLAND, J; SIMONS, K.; SPAGAT, M. Political Instability and Growth in Dictatorships, *University of London*, n. 354, 2000.

PEROBELLI, F.; ARBEX Expectativas racionais e eficiência informacional: análise do mercado acionário. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 4, n. 2. P. 112-132, 2000.

PFEFFER, J. Size and Composition of Boards of Directors: The Organization and its Environment, *Administrative Science Quarterly*, v. 17, p. 218-229, 1972.

PIRES, A, Desafios do setor elétrico no próximo governo, Jornal o Estado de São Paulo, Opinião, em <http://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,desafios-do-setor-eletrico-no-proximo-governo-imp-,1573907>, 2014.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000. *Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB)*, 2011.

SHLEIFER, A State Versus Private Ownership, *Journal of Economic Perspectives*, v. 12, p. 133-150.

SVENSSON, J. Investment, Property Rights and Political Instability: Theory and Evidence, *European Economic Review*, n.42, p. 1317-1341, 1998.