O EFEITO DA INCERTEZA POLÍTICA NO DESEMPENHO E VALORAÇÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

Márcia Vanessa Formiga
Mestranda em Contabilidade e Finanças
Universidade Federal do Paraná – UFPR
Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 - CEP 80210-170 - Curitiba – PR – Brasil
marcia-formiga@hotmail.com

Claudio Marcelo Edwards Barros
Doutorando em Contabilidade e Finanças
Professor da Universidade Federal do Paraná – UFPR
Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 - CEP 80210-170 - Curitiba – PR – Brasil
claudiomedwards@hotmail.com

Nathieli de Jesus Cezário
Mestranda em Contabilidade e Finanças
Universidade Federal do Paraná – UFPR
Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 - CEP 80210-170 - Curitiba – PR – Brasil
nathicezario@gmail.com

Luciano Márcio Scherer
Doutor em Controladoria e Contabilidade
Professor da Universidade Federal do Paraná – UFPR
Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 - CEP 80210-170 - Curitiba – PR – Brasil
lmscherer@ufpr.br

RESUMO:
Este estudo tem como objetivo examinar o reflexo do período de incerteza politica observado no Brasil nos anos de 2014, 2015 e 2016 sobre o desempenho econômico e valoração das companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. Para indicar o período de incerteza politica, a pesquisa se baseou no conteúdo dos relatórios da agência de classificação de *Standard and Poors* denominados *Global Ratings* para América Latina entre março de 2014 e fevereiro de 2016. Para determinação do desempenho econômico, as variáveis dependentes do estudo são *ROE* (Retorno sobre Patrimônio Liquido), *ROA* (Retorno Sobre o Ativo), *EVA* (Valor Econômico Adicionado sobre os Ativos) e *EBITDA* (Ebitda sobre o Ativo). Para valoração das companhias da amostra, utilizou-se o Q de Tobin (*Q*), Valor de Mercado Adicionado (*MVA*) e Price to Book (*PTB*). A amostra do estudo é composta por empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, cujos dados foram estruturados trimestralmente perfazendo o total de 4.658 entre 2011 e 2016. Para examinar o objetivo proposto, utilizou-se estatística descritiva, testes não paramétricos, análise fatorial e regressão múltipla com dados em painel. Em linha com estudos prévios e de acordo com o esperado pelo estudo, observou-se evidências de que a propagação de incerteza politica alcançou o setor real da economia na forma de queda de desempenho e destruição do valor de mercado de empresas brasileiras.

Palavras-chave: Incerteza Política; Desempenho econômico; Valoração.

Área Temática: Mercado Financeiro, de Crédito e de Capitais (MFC).

1 INTRODUCAO

Embora em 2008 o mundo tenha observado o desencadeamento da crise do *subprime*, considerada a maior crise econômica da história recente (Krugman, 2010), no início daquele ano a crença sobre a propagação de um ciclo virtuoso de crescimento da economia brasileira se mostrava forte. Tal otimismo se sustentava em fatos concretos. Em abril de 2008, pela primeira vez, o Brasil tinha o *Rating* de crédito soberano de sua dívida elevado a Grau de investimento pela agência de classificação de risco *Standard and Poors* (S&P). A 14ª edição da prestigiosa revista inglesa "*The Economist*", datada de novembro de 2009 estampou a estátua do Cristo Redentor análoga à decolagem de um foguete em reportagem intitulada "Brasil decola", em que se realçava a estabilidade política e social do País.

Ainda em meados de 2009, o então Chefe do Poder Executivo abrandou a abrangência da crise econômica mundial sugerindo que seus reflexos sobre empresas, famílias e governos brasileiros se assemelhavam a uma 'marola' e não a um 'tsunami'. No entanto, pôde-se observar que o Produto Interno Bruto (PIB) no último trimestre de 2008 e primeiro de 2009 apresentaram queda de 4,09% e 1,80%, respectivamente, o que significa recessão técnica, fato não recorrente desde 1995, e ao final de 2009 o PIB apresentou queda de 0,2%, evento que não ocorria desde 1993 (IBGE, 2017). Diversas medidas de Política Fiscal intermediadas por bancos públicos e direcionadas à expansão de gastos do Governo e incentivos ao consumo, além de redução de tributos, foram tomadas a partir de 2009. Tais medidas pareciam ter produzido efeitos contrários à trajetória de crise experimentada por diversos outros países. Com este cenário, o Presidente Luís Inácio Lula da Silva concluiu seu segundo mandato, elegendo-se em seu lugar, em primeiro turno, a candidata também do Partido dos Trabalhadores (PT) Dilma Rousseff.

O ano de 2010 apresentou seguidos PIBs trimestrais positivos e se encerrou com expansão acima de 7%. A agência S&P não observou indícios de que a condução da Política Econômica capitaneada pela Presidente era incapaz de responder a choques externos suficientemente fortes, tanto que em 2011 não só o *Rating* soberano se manteve no nível de Grau de Investimento como tem sua perspectiva positiva mantida. O ano de 2011 terminou com crescimento econômico de 4% seguido de 1,92% em 2012, obtidos sobretudo com persistente aumento dos gastos públicos e sem movimentos robustos de expansão dos investimentos privados.

Em 2013 o ritmo do crescimento econômico do Brasil começou a ser questionado, principalmente em função do viés expansionista da Política Fiscal. Em junho daquele ano a S&P, pela primeira vez desde a elevação do *Rating* soberano para Grau de Investimento em 2008, alterou para negativa a perspectiva do *Rating* de crédito soberano. Segundo a S&P (2013, p.01), o "modesto crescimento das exportações e também da redução dos investimentos do setor privado em especial, em decorrência dos sinais ambíguos relativos às políticas do governo que têm afetado a confiança do investidor". Afirmou ainda haver forte probabilidade de retração da economia especialmente devido à erosão da estabilidade macroeconômica influenciada pelo aumento do endividamento do Governo e das famílias, com consequente queda da qualidade dos ativos no sistema bancário. Adicione-se a esse cenário a trajetória de aumento da taxa de juros Selic, que embora estivesse na casa de 1 (um) dígito ao final de 2013, mostrava forte viés de aumento, dados os sinais de escalada da inflação.

Em 2014, o discurso iniciado nas eleições de 2009 ganhou força junto ao grupo político do PT e Dilma Rousseff declara, ainda que timidamente, sua candidatura à reeleição. Em termos de estabilidade macroeconômica, o ano de 2014 não guardou semelhanças com 2009, mostrando-se um período desfavorável a discursos políticos de esperança e prosperidade. Essa diferença se aprofundou em março, quando a S&P rebaixou a nota do

Rating soberano para o nível mais baixo do grupo de notas do Grau de Investimento e manteve perspectiva negativa.

Sem qualquer relação com as ponderações feitas pela agência de classificação de risco S&P, em março de 2014 foi iniciada uma das maiores operações anticorrupção no Brasil: a Operação Lava Jato. Essa investigação apurava desvios de recursos da Petrobrás por meio de contratos fraudulentos e licitações arranjadas envolvendo executivos da empresa, executivos e empresários de empresas fornecedoras da Petrobras e agentes públicos (Netto, 2016). Por meio da utilização do instrumento jurídico denominado Delação Premiada, autoridades federais brasileiras observaram se tratar de um esquema de corrupção complexo e conexo a políticos importantes dos Poderes Legislativo e Executivo.

Embora o resultado das eleições de 2014 tenha apontado a preferência pela então presidente, as eleições foram para o segundo turno. Após o pleito eleitoral surgiu a primeira afirmação, vinda de um delator da Operação Lava Jato, de que o PT e o PMDB teriam se locupletado do esquema de corrupção deflagrado pela operação. No dia 15 de novembro de 2014 novas delações deram conta de que PT e PMDB teriam recebido somas superiores a R$ 150 milhões em propinas originárias de contratos fraudulentos de empresas com a Petrobras (Silva, 2014). Mesmo diante desse cenário, Dilma Rousseff venceu o segundo turno e se elegeu para seu segundo mandato.

Durante os anos de 2014 e 2015 ocorreram várias delações premiadas de detentos na Operação Lava Jato, com revelações desestabilizadoras a políticos e ex-politicos de vários partidos, especialmente o PT e o PMDB. No ano de 2015 a tendência de ascensão da inflação e taxa de juros se mantiveram e passaram a compor um cenário de trimestres seguidos de queda do PIB e atípica volatilidade cambial, além da deterioração fiscal que se tornara ainda mais profunda. O ano de 2015 começou com o Governo da presidente vendo-se em dificuldades em se manter apartado de um volume crescente de políticos da cúpula dos partidos da base aliada envolvidos nas investigações em andamento. No segundo trimestre de 2015 o Brasil novamente entrou em recessão técnica (IBGE, 2017) e em julho a agência S&P alterou para negativa a perspectiva do *Rating* de crédito soberano.

Em setembro de 2015, a agência S&P anuncia o que parecia uma evolução esperada para a condução da Política Econômica no Brasil, a perda do Grau de Investimento do *Rating* de crédito soberano da dívida brasileira, obtido em 2008. A fundamentação da agência para redução do *Rating* para grau especulativo refletiu a sua opinião sobre as instituições políticas do Brasil em dois aspectos, a incerteza política, por conta de investigações das alegações de corrupção contra indivíduos e empresas do setor público e privado de grande aproximação com o Governo, além da provável homologação do pedido de *impeachment* da Presidente; e o fraco desempenho econômico, tendo em vista a retração do PIB de 3,5% em 2015 e a perspectiva de queda também para 2016.

O debate sobre a associação entre política e desempenho econômico não é recente no ambiente da pesquisa em finanças (Bialkowski, Gottschalk & Wisniewski, 2008; Julio & Yook, 2012; Pástor & Veronesi, 2012). Julio e Yook (2012) argumentam que os incentivos e as incertezas circunscritas às possíveis mudanças na Política Econômica e na modificação da própria liderança nacional têm implicações sobre o comportamento de agentes políticos e empresas. Os autores consideram que a essência da incerteza política está em como os governantes irão modelar políticas para estimular o nível de investimento privado no curto prazo e em como irão formular políticas regulatórias no longo prazo.

No caso particular do Brasil nos anos de 2014, 2015 e 2016 percebeu-se um cenário em que a instabilidade política alcançou proporções extremas diante de persistentes indícios de corrupção envolvendo agentes políticos e empresas públicas. Este cenário combinou-se à deterioração de indicadores fundamentais da economia, sugerindo que a incerteza pode ter

alcançado a estabilidade macroeconômica, o que também apresenta elevado potencial para alcançar o ambiente microeconômico, notadamente o desempenho das empresas brasileiras. Nesta direção, a questão de pesquisa que norteia este estudo é: **Quais reflexos são observados sobre o desempenho econômico e a valoração das empresas brasileiras diante do cenário de incerteza observado nos últimos anos no Brasil**?

Trata-se de uma pesquisa empírica cujo objetivo é examinar os reflexos do período de incerteza observado no Brasil nos anos de 2014, 2015 e 2016 sobre o desempenho econômico e a valoração das companhias brasileiras. Este estudo é potencialmente relevante porque demonstra como as empresas podem ser afetadas quando lideranças políticas perdem a capacidade de dar respostas que mostrem ao investidor a direção dos rumos da economia do país. Além disso, salvo melhor juízo, este é o primeiro estudo realizado no Brasil que procura ligar a incerteza política recente ao desempenho de variáveis contábeis e financeiras divulgadas por empresas que atuam no mercado de capitais brasileiro.

2 INCERTEZA POLÍTICA E O MERCADO DE CAPITAIS

Para alguns autores incerteza e risco estão relacionados, no entanto, estes termos apresentam diferenças tanto nos conceitos quanto nos efeitos gerados na economia. De acordo com Gerron-Quintana (2012), foi Knight (1921) quem provavelmente introduziu o conceito de incerteza à economia; para ele a distinção entre risco e incerteza se deve pelo fato de que associado ao risco existe a probabilidade de o evento acontecer, embora seus resultados sejam desconhecidos e, portanto, pode ser medido ou quantificado. Já a incerteza apresenta eventos que não se sabe como e nem quando irão ocorrer, não sendo possível descrevê-la estatisticamente (Costa Filho, 2014). Obsolescência ou inovação tecnológica, lucros extraordinários, depressão, recessão, crises e guerras são exemplos de incerteza (Keynes, 1937; Davidson, 1991; Schumpeter, 1997).

Baker *et al.* (2015) afirmam que a elevada incerteza política nos Estados Unidos e na Europa nos últimos anos provocou efeitos prejudiciais relevantes sobre o desempenho macroeconômico, e a fim de capturar isso, desenvolveram um índice de incerteza política na economia (EPU) e os resultados apontaram que a incerteza política produz efeitos econômicos nas empresas, em relação aos seus investimentos, produção e emprego,

A queda da presidente Dilma Rousseff pode ter contribuído para o aumento desta incerteza no contexto brasileiro, pois pesquisas identificaram que a eleição é um fator de incerteza política (Baker *et al.*, 2015) e que mudanças na liderança nacional podem provocar uma maior incerteza política, capaz de repercutir nos investimentos (Julio & Yook, 2012). Desta forma, pode-se afirmar que em períodos de incerteza política, que envolvem eleições, há um efeito no desempenho das empresas (Bialkowski, Gottschalk & Wisniewski, 2008; Julio & Yook, 2012; Pástor & Veronesi, 2012).

Há uma corrente crescente na literatura indicando que forças políticas têm o poder de modelar as práticas contábeis (Daí & Ngo, 2015), desta forma, uma maior incerteza política poderia maximizar a oscilação nos fluxos de caixa da empresa, com tendência para redução dos investimentos e aumento das disponibilidades, contribuindo com a suposição de que quando há incerteza política o conservadorismo na contabilidade aumenta (Julio & Yook, 2012; Dai & Ngo, 2015). Com relação ao ambiente de certeza ou incerteza na determinação do valor dos fluxos futuros de caixa, Hendriksen & Van Breda (1999, p. 285) reconhecem que "a incerteza afeta a avaliação, mas só muda a natureza do item caso seja tão grande a ponto de fazer com que o benefício futuro esperado seja nulo ou negativo".

As mudanças relacionadas aos investimentos em períodos de incertezas faz com que as empresas fiquem mais cautelosas e optem pela redução dos investimentos (Julio & Yook, 2012). Desta forma é preciso perceber que mudanças associadas a fatores exógenos, como

decisões tomadas pelos governos, crises e instabilidade econômica e financeira, podem acarretar em resultados negativos, com aumento dos custos sem contrapartida das receitas, provocando com isso uma redução dos lucros (Sadorsky, 2008; Zhu & Singh, 2016). Em períodos de incertezas políticas, os investidores tendem a aumentar as exigências por informações contábeis conservadoras para assegurar a eficiência dos seus investimentos (Bu, Hu, Lin & Zhang, 2015), e assegurar que as informações das demonstrações contábeis são fidedignas. (Gallon, Salamoni, Castro Neto & Beuren, 2008).

Na contabilidade o tema incerteza consta, por exemplo, na Interpretação do FASB nº 48, que trata da contabilização de incerteza no imposto de renda (*Acounting for Uncertainty in Income Taxes*), entretanto, o conceito de incerteza desenvolvido pelo documento pode ser considerado insuficiente, pois não capta adequadamente o papel central da incerteza (Barker & Penman, 2016). A incerteza na contabilidade está relacionada à dificuldade de as empresas preverem seus resultados, em virtude de vários fatores, advindos da teoria do custo de transação, como a racionalidade limitada e o oportunismo dos agentes, além dos fatores exógenos (Coase, 1937; Williamson, 1985).

Num contexto presumido de certeza fundamental, o valor econômico (conhecido como certeza) seria alocado no balanço patrimonial, e a contabilidade financeira teria tecnologia para capturar o evento incerteza e considerar as informações implícitas no balanço patrimonial e demonstração do resultado, e ao fazê-lo, seus relatórios financeiros estariam divulgando números para que os investidores pudessem fazer um acompanhamento do mundo real relacionado à incerteza (Barker & Penman, 2016).

De certa forma é possível afirmar que as crises contribuíram para a evolução da contabilidade (Hendriksen, 1999). Algumas regulamentações surgiram em resposta a uma crise, como aconteceu nos Estados Unidos após a crise do mercado de ações em 1929. Na maioria dos casos, os pequenos investidores são os mais prejudicados porque não possuem carteiras diversificadas e desta forma a regulamentação intervém para proteger o interesse público. O conservadorismo da contabilidade americana foi amplificado pela Grande Depressão e a crise do mercado de ações foi atribuída, em parte, às práticas contábeis incorretas, embora não houvesse evidências de que a contabilidade tivesse sido a responsável.

3 AMOSTRA, DADOS E MÉTODOS

Nesta seção é apresentado o percurso metodológico da pesquisa, cujo objetivo é verificar o efeito da Incerteza Política observada no Brasil sobre o desempenho econômico e valoração das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Trata-se de uma pesquisa empírica, predominantemente quantitativa e que utilizou métodos de estatística descritiva e inferencial para examinar o objetivo proposto (Brigham, 2009).

3.1 População e Amostra

A população do estudo consistiu das empresas listadas na BM&FBovespa, já a amostra foi composta pelas empresas que no período de 2011 a 2016 apresentaram dados trimestrais (23 trimestres) disponíveis para determinação das variáveis de pesquisa descritas no subitem 3.2. Os dados foram coletados por meio da plataforma *Bloomberg*® que consolida os resultados das Demonstrações Financeiras Padronizadas divulgados pelas empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa assim como informações sobre o mercado acionário. A Tabela 1 demonstra como se chegou à amostra de pesquisa.

Tabela 1 – Amostra de Pesquisa – observações trimestrais

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total
Total de observações por trimestre	1636	1572	1652	1724	1708	1254	9546
(-) Companhias financeiras	-272	-296	-432	-488	-492	-363	-2343
(-) Companhias com PL negativo	-133	-140	-133	-128	-145	-122	-801
(-) Companhias com dados faltantes	-139	-91	-64	-63	-72	-51	-480
(-) Companhias com dados indisponíveis	-288	-213	-209	-201	-202	-151	-1264
(=) Amostra final (ano)	804	832	814	844	797	567	4658

Nota: a linha da Tabela 1 com a descrição "dados indisponíveis" apresenta a quantidade de observações em que não foram apresentados os dados necessários para determinação das variáveis Q de Tobin, Valor de Mercado Adicionado e *Price to Book*.

Fonte: Dados da pesquisa

Inicialmente foram excluídas as companhias financeiras e fundos em razão das diferenças de seus planos de contas em relação às empresas não financeiras. Metodologia semelhante foi utilizada por Moreira, Colauto e Amaral (2010), Holtz e Sarlo Neto (2014) e Cupertino, Martinez e Costa (2016). Em seguida foram excluídas as empresas com Patrimônio Líquido inexistente ou negativo, dadas as distorções que esse saldo contábil poderia gerar na determinação das variáveis que envolvem a rentabilidade das empresas da amostra. Metodologia semelhante pode ser observada no estudo de Teixeira, Nossa e Funchal (2011). Finalmente, foram excluídas as empresas que durante o período não apresentaram saldos contábeis necessários o cálculo das variáveis de pesquisa.

A Tabela 1 detalha a quantidade exata de companhias que no período de 2011 a 2016 apresentaram a totalidade de informações trimestrais necessárias para a condução do estudo, totalizando 4.658 observações. O ano de 2014 é o período que apresentou o maior número de empresas, 211, o que equivale a 844 observações. Como se pode observar, os anos de 2013 e 2015 não apresentaram número inteiro de empresas, o que evidencia tratar-se de uma base de dados que combina empresas e períodos de forma desbalanceada. Tendo em conta a não divulgação das informações do quarto trimestre para o ano de 2016 quando da conclusão deste estudo, aquele ano apresentou menor número de observações se comparado aos demais.

3.2 Variáveis de pesquisa

Nesta seção são descritas as variáveis de pesquisa, divididas em variáveis dependentes, variável independente do estudo e as variáveis de controle.

3.2.1 Variáveis dependentes

Segundo Wooldridge (2012) as variáveis dependentes são capazes de mostrar os reflexos de uma ou mais variáveis independentes e de forma intercambiável podem ser também denominadas de variável de efeito ou regressando. Considerando que o objetivo do estudo consiste em examinar o impacto sobre variáveis de desempenho e de valoração, têm-se dois grupos de variáveis dependentes, o primeiro constituído pelas variáveis Retorno sobre Ativos (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Ebitda sobre Ativos (EBITDA) e Valor Econômico Adicionado sobre Ativos (EVA). No segundo grupo estão as variáveis de valoração Q de Tobin (Q), Valor de Mercado Adicionado (MVA) e Price to Book (PTB).

O ROE corresponde à medida da rentabilidade de uma empresa, demonstra o valor do lucro por ela gerado com os recursos investidos pelos acionistas. Calcula-se o valor do ROE dividindo-se o lucro líquido pelo patrimônio líquido (Dong, Firth, Hou e Yang, 2016; Wang, 2013; Schauten, 2013).

O ROA é um indicador de quão lucrativa uma empresa é em relação ao seu patrimônio total. Indica quão eficaz é a gestão ao utilizar seus ativos para gerar lucros e é calculado pela razão do lucro líquido pelo ativo total (Silva *et al*., 2010; Minardi, Sanvicente e Artes, 2006;

Ashbaugh-Skaife *et al*., 2006; Pereira e Martins, 2015; Lyrio *et al*., 2015).

O EVA consiste em uma medida usada para determinar se um investimento contribui ou não para a geração de riqueza para os proprietários, medindo a diferença entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo deste capital (Almeida *et al*., 2016; Santos e Watanabe, 2005; Aguiar *et al*., 2011; Frezatti, 1998).

O EBITDA é a sigla para um indicador do desempenho financeiro de uma empresa, que considera o lucro líquido antes de juros, impostos, depreciação e amortização adicionados novamente. Em tese pode ser utilizado para analisar e comparar a rentabilidade entre empresas e setores, pois, eliminaria os efeitos de financiamento e decisões contábeis (Moreira *et al*., 2014; Alcalde, Fávero e Takamatsu, 2011; Lyrio *et al*., 2015).

O Q de Tobin é um indicador útil para a avaliação de uma empresa, uma vez que representa o valor de mercado desta em relação ao custo de substituição de seus ativos. É baseado na hipótese que, em longo prazo, o valor de mercado de uma empresa deve ser aproximadamente igual ao custo de substituição de seus ativos. É calculado como a razão entre o valor da empresa e o valor de reposição dos ativos (Silva *et al*., 2010; Ashbaugh-Skaife *et al*., 2006; Pereira e Martins, 2015).

O MVA corresponde ao indicador obtido por meio do cálculo da diferença entre o valor de mercado da ação e o valor obtido quando se subtrai o capital investido, que são os recursos requeridos para que a empresa possa atingir seus resultados operacionais (Frezatti, 1998; Frezatti, 1999; Frezatti, 2007; Santos e Watanabe, 2005; Aguiar *et al*., 2011).

O PTB é a relação do preço da ação e do valor contábil por ação, utilizado para comparar o valor em bolsa da empresa com o valor contábil dos capitais próprios (Pae, Thornton e Welker, 2005; Nissim e Penman, 2003; Galdi, Teixeira e Lopes, 2008; Galdi e Lopes, 2011).

3.2.2 Variável Independente

A variável independente deste estudo consiste em uma variável *dummy* temporal, cujo objetivo é indicar o trimestre que pode ser compreendido como capaz de mostrar o ponto de partida para o desencadeamento da Incerteza Política no Brasil. A variável *dummy* assume valor "1" a partir do 2º trimestre de 2014 e vai até o 3º trimestre de 2016 e valor "0" para os outros períodos, sendo identificada por DIP_t. A indicação desse período se fundamentou na emissão dos relatórios S&P *Global Ratings* para América Latina pela agência de classificação de risco Standard & Poors, entre março de 2014 e fevereiro de 2016, conforme descrito a seguir.

Em 24 de março de 2014 o *Rating* de crédito soberano do Brasil em moeda estrangeira foi rebaixado de BBB para BBB-. Segundo a agência, os sinais enviados pelo Governo Federal quanto às suas políticas ainda não eram claros, gerando implicações negativas para as suas contas fiscais e para a credibilidade de sua Política Econômica. Afirmavam que esses fatores, associados à perspectiva de baixo crescimento do país nos anos seguintes, tenderiam a afetar a flexibilidade das políticas implementadas pelo Governo Federal. A agência fundamentou o rebaixamento para a nota mais baixa do subgrupo de Grau de investimento em função da deterioração fiscal do país, dada a capacidade reduzida do Governo Federal em promover os ajustes fiscais antes das eleições de outubro de 2014.

Em julho de 2015, a S&P alterou a perspectiva de *Rating* de crédito do Brasil em moeda estrangeira e em moeda local de estável para negativa, mas sem mudar a nota de *Rating* soberano. Em março de 2015, quando foi reafirmado o *Rating* soberano no subgrupo de Grau de Investimento, a agência acreditava já ter aumentando as chances de o *Rating* de crédito do país ser rebaixado ao subgrupo de Grau especulativo. De acordo com a agência S&P (2015, p.01), a alteração para a perspectiva negativa refletiu a visão de que os riscos de rebaixamento tinham "suas origens tanto no front político quanto no front econômico".

Em setembro de 2015, a agência S&P rebaixou o *Rating* de crédito soberano do Brasil de BBB- para BB+, colocando o Brasil de volta no subgrupo de Grau Especulativo, o que não ocorria desde abril de 2008. Nesta edição do relatório, a agência descreveu que a já observada ausência de fluidez da dinâmica política somou-se aos efeitos da repercussão das investigações de corrupção da Operação Lava Jato envolvendo políticos e ex-políticos da base aliada do governo. Na opinião da agência (2015, p.01) "as investigações das alegações de corrupção (...) contra indivíduos e empresas do setor público e privado e que abrangem partidos políticos, geraram um aumento das incertezas políticas no curto Prazo." Complementam ainda afirmando que "Essas investigações independentes e os processos subsequentes referentes a práticas de corrupção são um testamento para a estrutura institucional do Brasil, a qual contrasta com a de outras economias emergentes". Nesta mesma edição, a agência realça a queda do nível de popularidade da Presidente para menos de 10% e pela primeira vez aventou a possibilidade de *impeachment*, embora este não tenha sido o caso-base para rebaixamento do *Rating* de crédito soberano do país.

Após cinco meses do rebaixamento do *Rating* de Crédito Soberano, a agência S&P novamente promoveu outro corte rebaixando a nota de BB+ para BB, com a manutenção de perspectiva negativa. De acordo com a agência, a trajetória fiscal do país e as necessidades de medidas alusivas ao ajuste fiscal tornaram-se quase impossíveis de serem resolvidas considerando o cenário político do momento (Oyamada, Mota, Silva e Pinto, 2016). Até a data de conclusão desse estudo a nota BB com perspectiva negativa era a nota mais atualizada para o *Rating* de crédito soberano do Brasil (Bloomberg, 2017).

Nos anos de 2014, 2015 e 2016 foram desencadeados diversos efeitos políticos não relatados diretamente nos relatórios da agência S&P, sobretudo em função da Operação Lava Jato. Tais eventos envolveram desde a prisão de um Senador da República em novembro de 2015, assim como a coleta de depoimento por condução coercitiva do Ex-Presidente Luís Inácio Lula da Silva em Março de 2016. Tais eventos se mostraram potencialmente desestabilizadores para a governabilidade do país por envolver políticos e ex-políticos ligados à cúpula do Governo. Estes eventos podem ser observados como associados às opiniões já reportadas pela agência S&P e contribuíram para a propagação da instabilidade política no Brasil. Além disso, um evento não relacionado ao desencadeamento das investigações de corrupção, mas já levantado em setembro de 2015 pela agência S&P, foi o afastamento da Presidente da República em maio de 2016 acusada de realizar manobras fiscais para atrasar repasses a bancos públicos com o objetivo de cumprir as metas parciais de previsão do orçamento da União (Lima, Resende e Agostine, 2016).

Diante do exposto, espera-se que a variável DIP_t apresente efeito negativo sobre o desempenho e a valoração das companhias analisadas neste estudo.

3.2.3 Variáveis de Controle

Variáveis de controle são variáveis independentes cujo objetivo é produzir inferências relacionadas a efeitos sobre as variáveis dependentes (Brooks, 2008). Este estudo utiliza como variáveis de controle o tamanho das companhias da amostra (*Size*), o nível de endividamento (LEV) e a internacionalização das empresas (ADR).

A variável *Size* é determinada pelo valor do logaritmo natural do Ativo Total presente no Balanço Patrimonial divulgado pelas companhias ao final de cada trimestre. A variável LEV representa a razão entre o valor total de empréstimos e financiamentos e o Ativo Total divulgado pelas companhias ao final de cada trimestre. Por fim, ADR é uma variável *dummy* com o valor 1 para as companhias que negociam papeis nos Estados Unidos (EUA) por meio de *American Deposit Receipts* e "0" caso não tenham.

As variáveis *Size*, LEV e ADR são incluídas neste estudo com o objetivo de controlar as diferenças entre as companhias que compõe a amostra considerando sua magnitude, seu

nível de dependência de capitais de terceiros e o fato de serem companhias que negociam seus papéis além do Mercado de Capitais Brasileiro. Embora não necessariamente relacionadas à estudos que discutem Incertezas Políticas, as variáveis Tamanho, Endividamento e Emissoras de ADRs são de uso recorrente na literatura financeira, a exemplo dos estudos de Carvalhal-da-Silva e Leal, (2005), Silveira e Perobelli e Barros (2008).

Adicionalmente foram incluídas variáveis *dummy* com o objetivo de controlar características específicas dos setores econômicos das companhias, os quais totalizam 48 setores. Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) argumentam que a inclusão de *dummies* setoriais tem a capacidade de realçar a influência do tipo de atividade empreendida pelo setor sobre a valoração e desempenho da companhia. A utilização do controle setorial é um recurso de uso recorrente em investigações na área de finanças na etapa de análise multivariada, sobretudo quando da computação de regressões múltiplas com dados em painel.

3.3 Métodos

Os métodos utilizados para análise de dados da pesquisa são de estatística descritiva e estatística não-paramétrica, assim como a aplicação de Análise Fatorial Exploratória e Análise de Regressão com Dados em Painel.

3.3.1 Estatística descritiva e análise não-paramétrica

Esta etapa concentra-se na determinação da média, mediana e desvio padrão das variáveis de pesquisa em dois momentos diferentes: **i) Estabilidade Política**, período que se inicia no primeiro trimestre de 2011 e vai até o primeiro trimestre de 2014; e **ii) Incerteza Política**, período que começa no segundo trimestre de 2014 e vai até o terceiro trimestre de 2016. Embora a etapa descritiva não produza resultados que possam balizar conclusões, mostra-se capaz de indicar a direção das variáveis de desempenho e valoração nos dois momentos considerados e se constituem um ponto de partida para a análise inferencial tratada na etapa não-paramétrica.

Tanto as variáveis de desempenho quanto as variáveis de valoração mostraram-se distantes de uma distribuição normal e por esse motivo foi aplicada estatística não-paramétrica (FIELDS, 2009). Os resultados dos testes de normalidade são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 – Resultados no teste de normalidade para as variáveis de pesquisa

	ROE	ROA	EVA	EBITDA	Q	VMA	PTB
Estatística teste	0,182	0,102	0,161	0,173	0,212	0,205	0,268
p-valor	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000
Observações	4658	4658	4658	4658	4658	4658	4658

Nota: O teste de normalidade utilizado foi Kolmorogov-Smirnov. A hipótese nula do teste (H0) é de que os dados seguem distribuição análoga à distribuição normal. Resultados de p-valores abaixo do nível de significância de 5% evidenciam ausência de normalidade.

Fonte: Dados da pesquisa

O teste Mann-Whitney foi utilizado na análise não-paramétrica para iniciar a etapa inferencial do estudo e examinar diferenças entre as variáveis de desempenho e valoração. Trata-se de um teste que examina a diferença entre medianas. Considerando o objetivo do estudo, considerou-se como hipótese nula a igualdade de medianas entre as variáveis de desempenho e valoração nos períodos de Estabilidade Política e de Incerteza Política.

3.3.2 Análise Fatorial

Considerando a quantidade de variáveis dependentes relacionadas à mensuração da rentabilidade e da valoração das companhias da amostra, analisou-se a viabilidade de aplicação do método da Análise Fatorial Exploratória (AFE). Trata-se de uma técnica

multivariada que busca sintetizar relações observadas em um conjunto de variáveis por meio da combinação linear destas variáveis com o objetivo de formar fatores (Hair, Anderson, Tatham e Black, 2005). A aplicação da AFE contemplou as 4.658 observações e resumiu-se nos seguintes passos: i) Exame de adequação para AFE; ii) Análise de Variância explicada (AVE); e iii) Identificação de Fatores.

Tabela 3 – Estatística KMO

KMO	0,725
χ^2	29960,48***

Nota: Valores inferiores a 0,60 indicam que a AFE pode ser inadequada. Os intervalos de analise são: **i) Muito Boa**: 1 – 0,9; **ii) Boa**: 0,8 – 0,9; **iii) Media**: 0,7 – 0,8; **iv) Razoável**: 0,6 – 0,7: v) **Má**: 0,5 – 0,6; e vi) **Inaceitável**: < 0,5.

Fonte: Dados da pesquisa

O resultado de 0,725 para a estatística KMO indica a aplicabilidade da AFE no nível médio, conforme intervalos indicados por Fávero et. al (2009). Por uma questão de espaço indisponível foi suprimida a apresentação da matriz de correlações.

Tabela 4 – Analise de Variância Explicada

Componentes	Autovalores iniciais			Soma da Variância Explicada		
	Total	% de Variância	Acumulado %	Total	% de Variância	Acumulado %
1	3,696	52,799	52,799	2,591	37,012	37,012
2	1,389	19,839	72,637	2,494	35,625	72,637
3	,732	10,453	83,090			
4	,630	9,007	92,097			
5	,371	5,307	97,404			
6	,171	2,444	99,848			
7	,011	,152	100,000			

Fonte: Dados da pesquisa

Embora não sejam estabelecidos parâmetros de máximo e mínimo de variância explicada em percentuais e nem máximo e mínimo para o número de fatores extraídos, pode-se observar que 2 (dois) fatores explicam 72,64% da variabilidade das 7 (sete) variáveis do estudo. Na etapa de Identificação de Fatores ocorre a análise da matriz de fatores rotacionados, com o objetivo de identificar quais variáveis pertencem a cada um dos 02 (dois) fatores extraídos. A Tabela 5 apresenta o resultado da identificação dos fatores.

Tabela 5 – Matriz de Componentes Rotacionados

Variáveis	Componentes	
	Fator 1	Fator 2
Q	,928	-
VMA	,925	-
PTB	,859	-
ROE	-	,809
ROA	-	,887
EVA	-	,731
EBITDA	-	,594
Variância Explicada	37,01%	35,63%

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 5 apresenta os resultados da Matriz de Componentes Rotacionados e evidencia que as cargas fatoriais das variáveis de desempenho econômico (*ROE, ROA, EVA e*

EBITDA) formaram um fator em separado do segundo fator, que considerou exclusivamente variáveis de valoração (*Q, MVA e PTB*). O fator 1 e o fator 2 apresentaram variância explicada de 37,01% e 35,63%, respectivamente. Tendo em vista que as características das variáveis estudadas formaram fatores que são coerentes com a natureza do que se propõem a mensurar, convencionou-se denominar o fator 1 de "Fator de Valoração (FV)" e o fator 2 de "Fator de Desempenho (FD) ".

Fávero *et al*. (2009) observam que ao permitir que um conjunto de variáveis seja transformado em fatores, os escores fatoriais gerados pela AFE podem ser utilizados como entrada para outras técnicas multivariadas, dentre elas a regressão múltipla. Levando em consideração que o objetivo do estudo é examinar o efeito da Incerteza Política (DIP_t) sobre o desempenho e valoração das companhias da BM&FBOVESPA, ao invés de se observar tal reflexo sobre cada uma das 7 (sete) variáveis, o efeito será verificado sobre os dois fatores extraídos da AFE.

3.3.3 Análise de Regressão com Dados em Painel e teste de hipóteses

Considerado que as empresas que compõe a amostra estão empilhadas em uma base de dados que considera o valor das variáveis de pesquisa ao longo em uma série de 23 trimestres, trata-se de uma estrutura de Dados em Painel (Adkins, 2014). Nessa direção, este estudo propõe-se em examinar o efeito da Incerteza Política por meio dos modelos de regressão linear múltipla a seguir:

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIP_t + \beta_2 End_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 ADR_{it} + \gamma_i + e_{it} \text{ (Modelo 1)}$$

$$FD_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIP_t + \beta_2 End_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 ADR_{it} + \gamma_i + e_{it} \text{ (Modelo 2)}$$

Em que: FV_{it} representa o Fator de Valoração da empresa *i* no trimestre *t*; DIP_t representa *dummy* com valor "1" para período de incerteza e "0" para o contrário; End_{it} representa o nível de endividamento da empresa *i* no trimestre *t*; Tam_{it} representa o porte da empresa *i* no trimestre *t*; ADR_{it} representa *dummy* com valor "1" para emissora de ADR e "0" para o contrário; FD_{it} representa o Fator de Desempenho da empresa *i* no trimestre *t*; γ_i representa as *dummies* setoriais; e β_0 representa o intercepto dos modelos.

Considera-se que o período de Incerteza Política (DIP_t) tenha exercido efeito negativo sobre o desempenho econômico e valoração das empresas pesquisadas e por esse motivo, espera-se que no Modelo 1 e no Modelo 2 o coeficiente β_1 seja negativo. Nessa direção, os testes de hipóteses para esses coeficientes são:

$$H_0: \beta_1 \geq 0$$
$$H_1: \beta_1 < 0$$

Deve-se observar que durante a computação das regressões foram feitos testes de hipóteses ligados à identificação do desempenho dos interceptos dos Modelos 1 e 2. Inicialmente, testou-se a hipótese de os modelos serem POLS (*Pooled Ordinary Least Squares*), em seguida aplicou-se o teste de Chow para verificar presença de efeitos fixos e finalmente foi examinada a hipótese de se tratar de modelos com efeitos aleatórios (Adkins, 2014).

4 ANALISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

Na tabela 6 são apresentados os resultados das estatísticas descritivas das variáveis de pesquisa para os dois períodos analisados no estudo.

Tabela 6 – Estatísticas descritivas

	Estabilidade Política			Incerteza Política		
	Média	**Mediana**	**Desvio Padrão**	**Média**	**Mediana**	**Desvio Padrão**
ROE	7,50%	8,76%	31,82%	3,12%	6,34%	32,46%
ROA	3,99%	3,72%	8,90%	2,31%	2,35%	8,96%
EVA	-4,96%	-4,97%	9,14%	-7,15%	-6,56%	16,86%
EBITDA	2,40%	2,37%	4,86%	2,08%	2,13%	3,48%
Q	1,46	1,16	1,02	1,26	1,02	0,76
VMA	0,34	0,03	1,00	0,12	-0,09	0,74
PTB	2,43	1,43	3,69	2,04	1,09	3,53

Nota: Estabilidade política compreende o período do primeiro trimestre de 2011 ao primeiro trimestre de 2014. Instabilidade política compreende o período que vai do segundo trimestre de 2014 até o terceiro trimestre de 2016.

Fonte: Dados da pesquisa

Ao considerar as variáveis que mensuram o desempenho econômico, a Tabela 6 evidencia que todas apresentaram queda de média e mediana quando se comparam os dois períodos. Embora o desempenho do resultado líquido das companhias em relação ao capital próprio (ROE) e aos ativos totais (ROA) tenha-se mantido positivos em média, as quedas foram de 58,39% e 42,09%, respectivamente, no período de Incerteza Política. Na variável EBITDA, ainda que descritivamente, observa-se queda menos intensa com redução de 2,40% em média no período estabilidade para 2,08% no período de incerteza política. No caso especifico do Valor Econômico Adicionado (EVA), este já apresentava valor negativo no período anterior ao da instabilidade política. No entanto, ao considerar esse período, seu valor passou -4,96% para -7,15% indicado piora de 44,20%.

Para as variáveis de valoração, a tendência é a mesma daquelas observadas para as variáveis de desempenho. A Tabela 6 mostra queda de 64,44% da média do Valor de Mercado Adicionado (MVA) entre os dois períodos. Apesar dessa indicação não permitir inferências ou até mesmo comparações, sugere-se que durante o período de Incerteza Política houve forte perda de valor de mercado das empresas ante ao valor investido.

De modo geral, a Tabela 6 mostra que a direção de todas as medidas de desempenho e valoração foi de limitação da capacidade das companhias brasileiras em produzir resultados crescentes, provocando deterioração do valor de mercado dessas companhias.

4.2 Testes não-paramétricos

A Tabela 7 apresenta o resultado da aplicação dos testes não paramétricos para as variáveis de pesquisa, com o consequente início da etapa inferencial do estudo.

Tabela 7 – Resultados dos testes não paramétricos

Variáveis de Pesquisa	Diferença	Z
ROE	-2,418%	-6,30***
ROA	-1,371%	-7,06***
EVA	-1,585%	-7,88***
EBITDA	-0,239%	-5,09***
Q	-0,1367	-10,87***
VMA	-0,1261	-11,53***
PTB	-0,3486	-10,80***

Nota: ***, ** e *, significância estatística ao nível 1%, 5% e 10%, respectivamente. **Hipótese nula (H_0)**: medianas iguais para os dois períodos. **Diferença**: indica a diferença de mediadas entre o período de Estabilidade Política e Incerteza Política.

Fonte: Dados da pesquisa

Ao nível de 1% de significância, rejeitou-se a hipótese nula de igualdade de medianas ao considerar os dois períodos. Torna-se possível observar que, tanto as variáveis de desempenho quanto as de valoração são estatisticamente diferentes (e menores) durante o período de Incerteza Política. Este teste dá indícios que auxiliam a fundamentação de que o período que se inicia no primeiro trimestre de 2014 e vai até o terceiro trimestre de 2016 mostrou declínio do desempenho das empresas ligado ao momento político do país. Reforça também a ideia de um potencial de diferenciação dos períodos em termos de exame do impacto negativo sobre variáveis financeiras e contábeis das empresas amostradas, constatação esta que será ampliada na etapa de análise multivariada dos dados.

4.3 Análise Multivariada

A fase de análise multivariada dos dados tem o objetivo de examinar o poder explicativo da variável DIP_t sobre o Fator de Valoração (FV_{it}) e sobre o Fator de Desempenho (FD_{it}), por meio dos Modelos 1 e 2, respectivamente. Esse exame é efetuado por meio da computação das regressões múltiplas com dados em painel. Na Tabela 8 são apresentados os resultados das regressões do Modelo 1 (Fator de Valoração).

Tabela 8 – Resultados da Regressão Linear múltipla para o Modelo 1 - Fator de Valoração

	(1)	(2)	(3)
Intercepto	0,379 [0,321]	−0,316 [0,190]	5,834 [1,273]***
DIP_t	−0,162 [0,0431]***	−0,219 [0,024]***	−0,081 [0,034]**
TAM_{it}	−0,023 [0,044]	0,014 [0,010]	−0,741 [0,162]***
LEV_{it}	−0,304 [0,393]	−0,248 [0,079]	0,750 [0,316]**
ADR_{it}	0,050 [0,152]	0,046 [0,033]	0,001 0,000
Observações	4658	4658	4658
R^2	1,17%	35,85%	79,57%
Efeitos Fixos	Nenhum	Setores	Empresas

Nota: *, ** e ***, significativo ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente. As três etapas descritas foram computadas com Erros-Padrão Robustos em relação à heterocesdasticidade e autocorrelação. **Etapa 2**: considera as *dummies* setoriais. **Etapa 3**: resultado da aplicação do teste de Chow para diferença de interceptos e especificação de Hausman com resultados χ^2=61,008*** e χ^2=245,705***, respectivamente, sendo decidido pela especificação de um modelo de efeitos fixos.

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 8 mostra o efeito significativo da variável representativa da Incerteza Política DIP_t para as três etapas do Modelo 1. Os resultados indicam que o período indicado como o de presença de Incerteza Política no Brasil provocou efeito de deterioração do valor de mercado das empresas brasileiras. Tais resultados se mantém mesmo após o controle setorial da amostra (etapa 2), com 1% de significância, e após a verificação dos efeitos fixos por empresas (etapa 3), com nível de significância de 5%. Deve-se observar que durante a condução dos resultados apresentados na Tabela 8 foi aplicada, linha a linha da base de dados, o teste de hipótese para a verificação de presença de *outliers* multivariados, por meio da distância de Mahalanobis. Ao nível de 1%, os escores χ^2 mostraram-se dentro da área de aceitação da hipótese nula de ausência de *outliers*. Desse modo, os resultados não estão alavancados pela presença de *outliers* multivariados.

A Tabela 9 apresenta os resultados da estimação dos coeficientes das regressões para o

Modelo 2 (Fator de Desempenho).

Tabela 9 – Resultados da Regressão Linear múltipla para o Modelo 2 – Fator de Desempenho

	(1)	(2)	(3)
Constante	−0,551538 [0,272]**	−0,787 [0,392]**	−5,679 [2,018]***
DIP_t	−0,157 [0,047]***	−0,178 [0,045]***	−0,330 [0,071]***
TAM_{it}	0,138 [0,034]***	0,148 [0,044]***	0,827 [0,257]***
LEV_{it}	−1,519 [0,252]***	−1,597 [0,272]***	−3,03569 [0,470]**
ADR_{it}	−0,187 [0,099]***	−0,184 [0,102]*	0,001 0,000
Observações	4658	4658	4658
R^2	8,89%	22,64%	55,19%
Efeitos Fixos	Nenhum	Setores	Empresas

Nota: *, ** e ***, significativo ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente. As três etapas descritas foram computadas com Erros-Padrão Robustos em relação à heterocesdasticidade e autocorrelação. **Etapa 2:** considera as *dummies* setoriais. **Etapa 3:** resultado da aplicação do teste de Chow para diferença de interceptos e especificação de Hausman com resultados χ^2=16,4489*** e χ^2=170,865***, respectivamente, sendo decidido pela especificação de um modelo de efeitos fixos.

Fonte: Dados da pesquisa

Semelhante aos resultados apresentados para o Modelo 1, a Tabela 9 indica que também para o Fator de Desempenho a *dummy* DIP_t mostrou-se relevante e com o sinal dentro do esperado. Ao nível de 1% de significância estatística, para todas as três etapas de computação das regressões múltiplas, o período de Incerteza Política apresentou reflexo negativo para o desempenho das companhias. Tais resultados sugerem que a incerteza observada no país durante o período foi capaz de se materializar em resultados contábeis substancialmente mais fracos para as empresas brasileiras. Os resultados da Tabela 9 foram também transcritos após a realização de testes para a presença de *outliers* multivariados.

5 CONCLUSOES

A partir de 2014 o cenário econômico do Brasil passou a ser influenciado por uma incerteza política substancialmente diferente de períodos anteriores. Desempenho ruim da economia e indícios relacionados a práticas de corrupção alcançaram proporções elevadas, com reflexos sobre a própria capacidade do Governo em conduzir os rumos da economia. Tendo como amostra as empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, este estudo permitiu inferir que elas não passaram incólumes a esse período. Diante de um cenário de economia menos pujante e prejudicado pelos reflexos da incerteza política, observou-se que esta combinação se propagou ao mercado real impactado negativamente as empresas em sua capacidade de gerar resultados e na valoração dos seus ativos. Tais resultados guardam semelhança com os estudos desenvolvidos por Baker *et al.* (2015) e Julio e Yook (2012) e podem propiciar pelo menos duas considerações.

A primeira é a de que mesmo antes do país entrar em recessão técnica a partir de 2015 (dois períodos trimestrais de queda do PIB seguidos), em 2014 a capacidade de geração de lucros das empresas já estava em queda. Isso pode ser evidenciado pelo resultado negativo e materialmente relevante da variável *dummy* proposta no estudo. Isso sugere que mesmo antes de 2015 e 2016 foi possível observar desaquecimento de desempenho e destruição do valor de mercado das companhias que compõe este estudo. Com efeito, essa pesquisa indica que as

perdas de oportunidades de negócios para essas companhias podem ter começado antes da economia entrar efetivamente em recessão, o que seria indício de antecipação, por parte das companhias, dos reflexos vindouros de incerteza política e economia mais fraca.

A segunda constatação é que após a observação dos efeitos mais fortes da crise de 2008, notadamente no quarto trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009, a reação do Governo foi a adoção de políticas expansionistas levadas a cabo principalmente por decisões de aumentos de gastos públicos e expansão de crédito. Durante a exposição de fundamentos e perspectivas para a análise da evolução do *Rating* de crédito soberano do Brasil, a agência S&P realçou esse viés e não expôs indícios ou mesmo expectativas de expansão de investimentos privados. Com isso, pode-se sugerir que a propagação da política fiscal expansionista alcançou o setor real da economia, mas pode ter chegado a um ponto de saturação que impediu o Governo de evitar a deterioração fiscal, tendo que necessariamente revisar o seu rumo e promover ajustes de tendência contracionista. Tendo em conta que o investimento privado não se expandiu com robustez, a retração da economia se instaurou. Desse modo, pode-se argumentar que o domínio fiscal do Governo Federal em procurar manter o ritmo da economia, combinado a queda de desempenho e valoração das empresas e também a possível queda no nível de investimento privado, são indícios de um represamento dos impactos da recessão econômica mundial iniciada em 2008, os quais acabaram por abalar a economia brasileira como um todo em 2015 e 2016.

REFERÊNCIAS

Adkins, L. (2014). *Using gretl for Principles of Econometrics* (No. 1412). Oklahoma State University, Department of Economics and Legal Studies in Business.

Aguiar, A. B., Pimentel, R. C., Rezende, A. J., & Corrar, L. J. (2011). Análise dos direcionadores de valor em empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 12(2), 90-112.

Alcalde, A., Fávero, L. P. L., & Takamatsu, R. T. (2013). EBITDA margin in brazilian companies: Variance de composion and hierarchical effects. *Contadúria y Adminstración*, 58(2), 197-220.

Almeida, L. S. F., Vieira Neto, J., Salles, M. T., Soares, C. A. P., & Esteves, Y. O. (2016). Análise comparativa entre o EVA® e os indicadores financeiros (contábeis) tradicionais de empresas da construção civil brasileira: um estudo documental. *Gestão e Produção*, 23(4), 733-756.

Cupertino, C. M., Martinez, A. L., & da Costa Jr, N. C. A. (2016). Consequências para a Rentabilidade Futura com o Gerenciamento de Resultados por Meio de Atividades Operacionais Reais. *Revista Contabilidade & Finanças*, *27*(71), 232-242.

Knight, F. H. (1921). Risk, Uncertainty, and cProfit. Boston: Houghton Mifflin.

Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D., & Lafond, R. (2006). The effects of corporate governance on firm's credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42 (1), 203- 243.

Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2015). Measuring economic policy uncertainty. *Working paper, Stanford University*, 1-75.

Barker, R., & Penman, S. (2016). Moving the Conceptual Framework Forward: Accounting for Uncertainty, *Working Paper*.

Bloomberg L.P. (2017) *Brazilian Sorveign Rating.* Recuperado em Fevereiro, 26, 2017 do Terminal Bloomberg.

Bialkowski, J., Gottschalk, K., & Wisniewski, T. P. (2008). Stock market volatility around national elections, *Journal of Banking and Finance*, 32, 1941-1953.

Brooks, C. (2008). Introductory econometrics for finance. (2. ed.) Cambridge: Cambridge University Press.

Bu, D., Hu, F., Lin, P. T., & Zhang, C. (2015). Political uncertainty, institutions, and accounting conservatism: Evidence from the provincial official turnover in China. *Working paper.*

Bryman, A. (2012). Social research methods. Oxford university press.

Chan, C., & Kent, P. (2003). Application of Stakeholder Theory to the Quantity and Quality of Australian Voluntary Corporate Environmental Disclosures. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/43464933.

Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica, New Series*, 4(16), 386-405.

Costa Filho, A. E. (2014). Incerteza e atividade econômica no Brasil. *Economia Aplicada*, 18(3), 421-453.

Davidson, P. (1991). Is probability theory relevant for uncertainty? A post Keynesian perspective, Journal *of Economics Perspectives*, 5(1), 129-143.

da Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, *3*(1), 1-18.

Da Silveira, A. D. M., Perobelli, F. F. C., & de Campos Barros, L. A. B. (2008). Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil/Corporate Governance and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Brazilian Markets. *Revista de Administração Contemporânea*, *12*(3), 763.

Dai, L. & Ngo, P. (2015). Political Uncertainty and Accounting Conservatism. *Working paper, Australian National University*, 1-47.

Dong, Y., Firth, M., Hou, W., & Yang, W. (2016). Evaluating the performance of Chinese commercial banks: A comparative analysis of different types of banks. *European Journal of Operation Research*, 252, 280-295.

Durnev, A. (2011). The real effects of political uncertainty, *Working paper, University of Iowa*, 1-54.

Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

Field, A. (2009). *Descobrindo a estatística usando o SPSS-2*. Bookman Editora.

Financial Accounting Standards Board (2006). FASB Interpretation No. 48 - Accounting for Uncertainty in Income Taxes: an interpretation of FASB Statement No. 109. Norwalk: Financial Accounting Foundation.

Frezatti, F. (1998). Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela Abordagem do Resultado Econômico Residual. *Caderno de Estudos FIPECAFI*, 10(9), 57-69.

Frezatti, F. (1999). A decomposição do MVA® (Market Value Added) na análise de valor da empresa. *Revista de Administração*, 34(3), 32-43.

Frezatti, F. (2007). The "economic paradigm" in management accounting. *Managerial Auditing Journal*, 22(5), 514-532.

Galdi, F. C., Teixeira, A. J. C., & Lopes, A. B. (2008). Análise empírica de modelos de *valuation* no ambiente brasileiro: fluxo de caixa descontado *versus* modelo de Ohlson (RIV). *Revista Contabilidade e Finanças*, 19(47), 31-43.

Galdi, F. C., & Lopes, R. F. (2011). Avaliação de ações e números contábeis: aplicação dos modelos Zhang (2000) e Zhang & Chen (2007) no mercado brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, 9(1), 131-157.

Gallon, A. V., Salamoni, F. L., Castro Neto, J. L., & Beuren, I. M. (2008). Utilização do método do valor presente dos fluxos de caixa futuros na avaliação de ativos em condições de certeza e incerteza, *Revista UnB*, 11(1-2), 296-311.

Guerron-Quintana, P. A. (2012). Risk and uncertainty, *Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia*, 10(Q1), 10-18.

Hair Jr., J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (2005). Análise multivariada de dados. Porto Alegre: Bookman.

Hendriken, E. S., & Van Breda, M. F. (1999). Teoria da contabilidade. (5.ed) São Paulo: Atlas.

Holtz, L., & Neto, A. S. (2014). Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, *25*(66), 255-266.

IBGE (2017)

Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles, *The Journal of Finance*, 67(1), 45–83.

Keynes, J. M. (1937). The General Theory of Employment, *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209-223.

Krugman, P. (2010). A crise de 2008 e a economia da depressão. *Revista de Economia Política*, *30*(1), 180.

Lima, V., Resende T., Agostine, C. Por 55 votos contra 22, Senado aprova abrir processo de impeachment (2016, Maio 12). Recuperado de http://www.valor.com.br/politica/4559261/por-55-votos-contra-22-senado-aprova-abrir-processo-de-impeachment.

Liu, L. X., Shu, H., & Wei, K. C. J. (2015). The Impacts of Political Uncertainty on Asset Prices: Evidence from a Natural Experiment, *Working paper*, *Asian Financial Association Meeting*, 1-47.

Lyrio, M. V. L., Prates, W., Lima, M. V. A., & Lunkes, R. J. (2015). Análise da implementação de uma estratégia de investimento em ações baseada em um instrumento de apoio à decisão. *Contadúria y Administración*, 60(1), 113-143.

Michelon, G. (2007). Sustainability Disclosure and Reputation: A Comparative Study. *Corporate Reputation Review*, 12(2), 79-96.

Minardi, A., Sanvicente, A., & Artes, R. (2006). Determinação de Rating de Crédito de Unidades de Negócio Visando Estimar o Custo de Capital de Terceiros. *INSPER* Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/5104827.

Moreira, A. T., Jones, G. D. C., Tavares, M., Fehr, L. C. F. A., & Silva Filho, O. A. (2014). Um estudo comparativo do Ebitda e do Fluxo de Caixa Operacional em Empresas Brasileiras do Setor de Telecomunicações. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4(3), 05-22.

Moreira, R. L., Colauto, R. D., & Amaral, H. F. (2010). Conservadorismo condicional: estudo a partir de variáveis econômicas. *Revista Contabilidade & Finanças*, *21* (54), 64-84.

Netto, V. (2016). Lava Jato: O Juiz Sérgio Moro e os bastidores da operação que abalou o Brasil. *Rio de Janeiro: Primeira Pessoa*.

Nissim, D. & Penman, S. H. (2003). Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios. *Review of Accounting Studies*, 8, 531-560.

Oyamada, A., Mota, C.V., Silva C., Pinto, L. (2016, Fevereiro 18). Incerteza Política leva a novo corte de nota soberana pela S&P. Recuperado de http://www.valor.com.br/financas/4441736/incerteza-politica-leva-novo-corte-de-nota-soberana-pela-sp.

Pae, J., Thornton, D. B., & Welker, M. (2005). The Link between Earnings Conservatism and the Price-to-Book. *Contemporary Accounting Research*, 22 (3), 693- 717.

Pástor, L, & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices, *The Journal of Finance*, 67(4), 1219-1267.

Pástor, L., & Veronesi, P. (2012). Political uncertainty and risk premia, *The Journal of*

Financial Economics, 110, 520-545.

Pereira, L. H. M., & Martins, O. S. (2015). Rating de crédito, governança corporativa e desempenho das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão*, 22(2), 205-221.

Rostagno, L., Soares, R. O., & Soares, K. T. C. (2006). Estratégias de valor e crescimento em ações na BOVESPA: uma análise de sete indicadores relacionados ao risco. *Revista Contabilidade e Finanças*, 42(7), 7-21

Sadorsky, P. (2008). Assessing the impact of oil prices on firms of different sizes: its tough being in the middle. *Energy Policy*, 36, 3854-3861.

Santos, J. O., & Watanabe, R. (2005). Uma análise da Correlação entre a EVA® e MVA® no Contexto das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 12(1), 19-32.

Schauten, M. B. J. (2013). Three discount methods for valuing projects and the required return on equity. *Contaduría y Administración*, 58 (1), 63-85.

Schumpeter, J. A. (1997). Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. São Paulo: Abril Cultural.

Silva, E. S., Santos, J. F., Neves, M. B. E., & Carmona, C. U. M. (2010). Será que os *Ratings* de Crédito e os *Spread* das Debêntures São Influenciados Pelas Práticas de Governança Corporativa? *XXXIV Encontro da ANPAD.* Rio de Janeiro.

Standard and Poors. 2013. Perspectiva dos ratings do Brasil alterada para negativa; Ratings 'BBB/A-2' em moeda estrangeira reafirmados. 2013. Disponível em < http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/article/view/type/HTML/sourceAssetId/1245352821217. Acesso em 25 de fevereiro de 2017.

Standard and Poors. 2014. Ratings de 13 instituições financeiras brasileiras rebaixados e de 27 entidades colocados em CreditWatch Negativo refletindo o rebaixamento no rating soberano. 2014. Disponível em < http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/article/ -/view/type/HTML/sourceAssetId/1245352821217. Acesso em 25 de fevereiro de 2017.

Standard and Poors. 2015. Ratings da Sete Brasil rebaixados para 'SD' refletindo o default no empréstimo-ponte bilateral. 2015. Disponível em < http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/article//view/type/HTML/sourceAssetId/124538348445. Acesso em 25 de fevereiro de 2017.

Standard and Poors. 2015. Standard and Poors. 2015. Várias ações de rating realizadas nos ratings de seguradoras brasileiras refletindo ação similar no soberano . 2015. Disponível em <http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/article//view/type/HTML/sourceAssetId/1245386853129. 2015. Disponível em <. Acesso em 25 de fevereiro de 2017.

Standard and Poors. 2015. Standard and Poors. 2015. S&P rebaixa ratings da CEDAE e da Compesa refletindo ação similar nos estados brasileiros avaliados e coloca ratings da CESP em CreditWatch. 2015. Disponível em < http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/article//view/type/HTML/sourceAssetId/1245386996870. 2015. Disponível em <. Acesso em 25 de fevereiro de 2017.

Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011) O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista Controladoria e Finanças*, 22(55), 29-44.

Wang, Z. (2013). Do the Investment and Return-on-Equity Factors Proxy for Economic Risks? *Financial Management*, 183-209.

Williamson, O. E. (1985). The economic institutions of capitalism. New York, *Free Press.*

Wooldridge, J. (2012). Introductory econometrics: A modern approach. Cengage Learning.

Zhu, Q., & Singh, G. (2016). The impacts of oil price volatility on strategic investment of oil companies in North America, Asia, and Europe, *Pesquisa Operacional*, 36(1), 1-21.