

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Monografia de Final de Curso

O Mercado de Ações e a Operação Lava Jato

Guilherme Spiller de Souza Baptista

Matrícula No.1213030

Professor Orientador: Eduardo Zilberman

Departamento de Economia

Rio de Janeiro, Dezembro de 2016

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Monografia de Final de Curso

O Mercado de Ações e a Operação Lava Jato

Guilherme Spiller de Souza Baptista

Matrícula No.1213030

Professor Orientador: Eduardo Zilberman

Departamento de Economia

Rio de Janeiro, Dezembro de 2016

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

Guilherme Spiller de Souza Baptista

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

Sumário

1. Introdução.....	6
2. Revisão Literária.....	8
3. Estratégia Empírica.....	10
4. Fonte de Dados.....	14
5. Resultados Pretendidos.....	16
6. Resultados.....	19
7. Conclusão.....	20
8. Referências Bibliográficas.....	21

Tabelas

FIGURA 1. EFEITO DA DEPENDÊNCIA POLÍTICA NO RETORNO DAS EMPRESAS (Preço de Fechamento D-1 x Preço de Fechamento D0)

FIGURA 2. EFEITO DA DEPENDÊNCIA POLÍTICA NO RETORNO DAS EMPRESAS (Preço de Fechamento D-1 x Preço de Abertura D0)

TABELA I - Efeito de Conexões Políticas Sobre Variações no Preço de Ações

FIGURA 3. Estimativa do Coeficiente POL para Cada Fase da Lava Jato

TABELA. II - Efeito de Conexões Políticas no Retorno do Preço de Ações, Estimando Separadamente Para Cada Etapa da Operação Lava Jato

1. Introdução

Ao final da década de noventa, na Indonésia, uma série de rumores à respeito da saúde do então ditador Suharto promoveram impactos profundos na economia do país. Fisman (2001) demonstra que, à medida que se concretizava a morte de Suharto, a perspectiva iminente de mudanças nas diretrizes político econômicas do país gerava, a cada notícia a respeito da saúde do ditador, retornos consideravelmente menores nos preços das ações de empresas com uma dependência política mais elevada com relação ao regime do ditador. Inspirado por Fisman (2001), que busca uma estimativa mensurável para o valor de conexões políticas, este trabalho tem como principal motivação analisar o impacto da política na economia brasileira: como atos de corrupção no Brasil afetam o retorno dos preços de ações de empresas brasileiras que possuem uma maior dependência política. Esse tema está altamente relacionado com o cenário político econômico atual do Brasil, de modo que para elaboração do trabalho, o mesmo estará baseado nas fases da Operação Lava Jato como definição dos eventos de atos de corrupção. Mais adiante, serão consideradas as empresas listadas em bolsa que possuem participação estatal como indicadores de dependência política.

Com o objetivo de analisar as reações no mercado de ações em função de atos de corrupção, e mais especificamente, como reagem os negócios que apresentam uma maior dependência política, no Brasil, faz-se imprescindível o proveito da Operação Lava Jato e da série de acontecimentos recentes construída a partir de cada uma de suas fases. É importante destacar, preliminarmente, a importância desse tema diante da gravidade e dimensão tomadas por tal operação. A Lava Jato é a maior investigação de corrupção e lavagem de dinheiro em andamento antes vista na história do país. A mesma teve origem no início de 2014, onde em um primeiro momento estavam sendo investigadas operações de lavagem de dinheiro lideradas por doleiros. Posteriormente foram identificadas evidências concretas que conectavam o esquema de lavagem de dinheiro a membros da diretoria da Petrobras. Nesse sistema, as maiores empreiteiras do país organizavam-se em cartel para pagamento de propina para executivos do alto escalão da estatal, além de outros agentes públicos. O interesse em cooptar tais executivos estava na garantia de que apenas as empreiteiras envolvidas participariam das licitações da Estatal. Em uma segunda linha de investigação da Lava Jato,

encontram-se agentes políticos envolvidos no esquema por indicar e manter os diretores da Petrobras em seus cargos.

As fases da Operação Lava Jato estão sendo marcadas por mandados de busca e apreensão, de prisão preventiva, prisão temporária e condução coercitiva, que acontecem em eventos singulares e repentinos, sem indícios prévios que os exponham. Por conseguinte, tais eventos tem gerados choques nos mercados de ações, que acontecem em uma magnitude maior para as empresas com maior dependência política. Com isso, para cada um dos episódios já identificados da Operação Lava Jato serão comparados os retornos das empresas com seus respectivos graus de exposição política. Para a diferenciação entre o grau de dependência política das empresas, foi desenvolvido um índice numérico que classifica as empresas da amostra em grupos que variam gradualmente entre as empresas menos dependentes politicamente até as empresas com maior dependência política. Para desenvolver essa estratégia, foi levado principalmente em consideração a participação acionária estatal nessas empresas, assim como os setores em que as mesmas atuam, seus dados contábeis, assim como concessões de crédito para as mesmas, entre outras variáveis que delimitem e mapeiem a relação política dessas empresas.

2. Revisão Literária

O primeiro estudo conhecido dentro da literatura de conexões políticas foi o de Roberts (1990), nos Estados Unidos. Tal estudo de eventos analisa os efeitos da morte do Senador Henry Jackson, mostrando que o preço das ações de empresas ligadas ao senador despencaram em reação às notícias de sua morte, enquanto os preços das ações de outras empresas afiliadas ao sucessor do senador tiveram uma alta de preços de suas ações.

Roberts (1990) é bem-sucedido ao mostrar que as conexões políticas importam nos Estados Unidos, e exercem um impacto considerável na economia. Indo mais adiante, Fisman (2001) explora os rumores do estado de saúde do ditador Suharto, na Indonésia, e consegue mensurar o percentual do valor das firmas atribuído a conexões políticas. Segundo Fisman (2001), 23% do valor das firmas no mercado de ações da Indonésia podem ser atribuídos a conexões políticas das empresas durante meados da década de noventa. Johnson and Milton (2003) utilizam a queda do ministro da economia da Malásia, Anwar Ibrahim, para mostrar que 17% do valor das empresas no mercado de ações local é explicado pela dependência políticas das mesmas.

Posteriormente, Acemoglu et al (2014) explora a primavera árabe e mais especificamente, as mobilizações populares que aconteceram no Egito, resultando na queda do ditador Hosni Mubarak. Ao longo da primavera árabe no país, empresas politicamente conectadas sofreram variações de preço notáveis, abrindo-se a oportunidade para investigar os efeitos diretos dos episódios de protestos e mobilizações de rua contra as empresas conectadas com o regime vigente e grupos dissidentes. Por conseguinte, outros trabalhos como Dinç (2005), Faccio (2006), Faccio, Masulis, and McConnell (2006), Leuz and Oberholzer-Gee (2006) oferecem uma pluralidade de aplicações da metodologia de conexões políticas. No entanto, apesar da literatura no tema ser bem ampla, é quase inexistente o número de aplicações dessa metodologia no Brasil. Bandeira de Mello et al (2013) publicaram pela ANPAD um estudo que busca determinar o efeito de indicação de ex-políticos como membros do comitê de empresas sobre o preço de ações e os resultados financeiros de empresas brasileiras listadas em bolsa, durante a crise econômica de 2008.

Existem também diversos estudos na literatura que estuda conexões políticas que tem como proposta mostrar que a elevação no valor de empresas acontece em todos os países, embora possua resultados positivos e consistentes nos países com instituições fracas (La Porta et al., 1998). Um aprofundamento do assunto, no entanto, fica para outra oportunidade.

3. Estratégia Empírica

A metodologia do trabalho é construída a partir da literatura de conexões políticas, que utiliza retornos do mercado de ações como medida para as variações no valor de empresas politicamente conectadas. Por conseguinte, para evidenciar a reação do mercado de ações diante de atos de corrupção, será realizada uma Regressão com Dados em Cross-Section, que utilizará como eventos os principais episódios da Operação Lava Jato para empresas politicamente conectadas.

Em uma regressão de dados com corte-transversal, ou cross-section, todas as variáveis da regressão estão associadas a um período ou evento pontual no tempo. Este, por sua vez é bem delimitado nesse experimento em função de dois fatores definidos. O primeiro deles é que as fases da Operação Lava Jato, de modo abrangente, agem de forma pontual e direta, não se prolongando por muitos dias. As mesmas são mantidas em extremo sigilo até sua execução, não sendo alvo de rumores até que aconteçam, o que delimita de forma bastante clara o início de cada evento. E ainda, as operações não tem se estendido por muitos dias, de modo que fica de fácil identificação o momento em que o fluxo de novas informações cessa de forma explícita, fazendo com que investidores absorvam os novos eventos nas precificações de seus ativos. Como será explicitado na sessão de Dados, mais adiante, foi elaborada uma linha do tempo contendo todo o detalhamento acerca do fluxo de notícias¹ divulgado ao longo de todas as fases da Lava-Jato em questão, controlando a duração para as mesmas.

Dessa forma, o cross-section representa uma amostra de dados dos retornos das ações de empresas politicamente conectadas, utilizada em um dado evento no tempo, que nesse caso, se aplicam às principais datas da Operação Lava Jato. Essa estratégia empírica tem como objetivo principal capturar a correlação positiva entre o grau de dependência política de uma dada ação i , e o retorno da mesma para um dado evento e específico da Lava Jato. Dessa forma, em um segundo momento, para a análise das diferentes séries de dados de ações observadas, as mesmas seriam dispostas em um

¹ As notícias foram extraídas principalmente do site G1 de notícias do O Globo, bem como das principais mídias do país com o intuito de verificar a veracidade das informações divulgadas.

Painel.

Assim, pretende-se elaborar uma regressão (1) com as seguintes especificações:

$$R_{ie} = \alpha + \rho * POL_i + \varepsilon_{ie}$$

em que R_{ie} ² representa o retorno no preço da ação i durante o episódio e , POL_i indica o grau de dependência política da ação i , que nesse caso será definida pelo índice numérico elaborado. O mesmo leva em conta, principalmente, a participação acionária estatal na empresa, além de concessões de crédito e linhas de financiamento estatal que ajudem a estreitar e mapear as relações políticas dessas empresas. Portanto, o principal critério utilizado para construção do índice de dependência política foi o

² É importante destacar que o retorno no preço de uma ação pode estar associado ou sendo influenciado diariamente por uma série de variáveis, econômicas ou não. Tendo isso em mente, a estratégia empírica adotada envolve a elaboração de uma regressão em dois estágios. O primeiro estágio consiste no desenvolvimento de regressões de Série Temporal de preços de ação, individualmente para cada ação da amostra, com o intuito de expurgar do retorno no preço da ação outros efeitos que sejam capturados em seu preço, e que não nos interessam nesse caso. Estamos interessados nas variações de preço oriundas dos choques políticos provocados por cada fase da Operação Lava Jato. Assim, a regressão idealizada (2) é apresentada abaixo:

$$R_i = \alpha + \beta * R_{i-1} + \gamma * C\hat{A}M\hat{B}I\hat{O} + \theta * I\hat{B}O\hat{V} + \varepsilon_i$$

em que o retorno da ação é controlado para efeitos do câmbio, do retorno de mercado naquele dia em específico (capturado pelo índice do Ibovespa), além de sua constante e um termo defasado de um período, no caso, de um dia. A amostra de dados aqui vai desde 2013 até o presente, sendo composta por 42 ações presentes no índice de dependência política. Desse modo, estamos interessados no termo ε_i , que é justamente o retorno residual no preço da ação que não é explicado por nenhum dos fatores em que a mesma é controlada para. Esse retorno idiossincrático da ação, que expurga os efeitos no preço não desejados, obtido no primeiro estágio, será por sua vez utilizado como R_{ie} na primeira regressão disposta nesse documento, que compõe o segundo estágio da regressão, designada a observar a possível correlação entre o retorno da ação e seu grau de dependência política.

percentual acionário de participação estatal nas empresas listadas em bolsa no Brasil. A participação estatal considerada aqui pode ser tanto no âmbito federal como estatal. O terminal Bloomberg dispõe de tais informações na sessão Ownership Type, para cada ação, determinando os principais acionistas de tal empresa, assim como o percentual de sua participação acionária. Mais adiante, foi levantada a lista de estatais cadastradas na bolsa de valores, assim como foi também realizada uma análise da carteira de investimentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), dentro do período de tempo a ser estudado nesse experimento. Desse modo, dentro do índice em questão, as empresas que possuem percentuais de participação acionária do Estado similares serão reunidas em um mesmo grupo, compondo então 3 grupos que refletem níveis distintos de dependência política. Além disso, um segundo critério utilizado na elaboração de tal índice diz respeito aos empréstimos concedidos pelo BNDES, além de outras linhas de crédito do governo, dentro dos anos em questão. Algumas empresas, embora tivessem participações acionárias estatais menos significativas, receberam verbas do banco exorbitantes, demonstrando um certo entrosamento em suas relações com o governo, e por isso, sofreram uma realocação dentro dos grupos de dependência política que compõem o índice elaborado.

É importante destacar aqui o quão criterioso e elaborado se dá o processo de desenvolvimento de um índice de dependência política. Em trabalhos como o de Fisman (2001), por exemplo, o mesmo utiliza trabalhos já elaborados por empresas de consultoria especializadas e dedicadas a anos de estudos dentro de setores específicos de uma economia, assim como mais profundamente no tipo de relação que cada empresa estabelece com o seu governo, a partir de métricas que são constantemente aprimoradas e mapeadas ao longo de anos, muitas delas subjetivas, parametrizadas e modeladas pela própria empresa. Portanto, a elaboração de um índice muito robusto foge da proposta deste trabalho, ficando para uma outra oportunidade. E, dada a ausência de um índice já elaborado e divulgado no Brasil, optou-se pela utilização de tal critério, já esclarecido, como uma forma simples porém competente e eficaz para a análise dos resultados obtidos, como será observado mais adiante. No entanto, uma possível fraqueza identificada seria a baixa disposição de dados acerca de empresas com participação estatal listadas em bolsa. Considerando uma amostra de 42 empresas, algumas não sofreram variações de preço em fases específicas da Lava Jato, por exemplo, ou não possuem dados para tais dias em específico, fazendo com que o

número de observações para uma fase específica diminua consideravelmente, o que pode ser prejudicial para uma estratégia como a desenvolvida, que organiza os dados em cross-section.

Além disso, um outro ponto importante em nossa análise, é que foram coletados os preços das ações de abertura e fechamento do mercado. Esse é um ponto interessante a se destacar pois a grande maioria dos eventos da Lava Jato foram anunciados antes da abertura do mercado de ações, de modo que existe a possibilidade de que um maior efeito nos preços das ações possa ser observado quando analisamos o retorno da ação com base nos preços de fechamento do dia anterior e os preços de abertura do dia seguinte. Assim, diferentes controles e premissas serão analisadas e testadas com o intuito de expurgar efeitos adversos que possam estar alterando os resultados obtidos.

Posteriormente, uma segunda estratégia empírica desenvolvida neste trabalho tem como objetivo capturar a evolução do coeficiente POL para cada evento da Lava Jato. Dessa forma, o coeficiente POL será estimado, separadamente, para cada fase da Lava Jato. Espera-se evidenciar com essa tentativa, uma evolução na magnitude de tal coeficiente, que decorre do aumento gradativo no grau de severidade da Operação Lava Jato, e como a mesma toma proporções cada vez maiores a cada fase que se passa.

4. Fonte de Dados

O Bloomberg foi utilizado como principal fonte de dados. Foram selecionadas as ações que compõem o índice IBOVESPA como também as do Índice Brasil 100 (IBrX 100), e obtidos dados de preço de abertura e fechamento para as mesmas. Também foram coletados os principais dados de contabilidade como os múltiplos dessas empresas. Essas variáveis incluem ROE (Return on Equity), ROA (Return on Assets), DEBT (Total Debt), ASSETS (Total Assets), TAX (Taxes), e NI (Net Income). Outro recurso da Bloomberg utilizado diz respeito à categoria Ownership Type, para cada ação, que identifica o percentual de participação acionária dos principais acionistas das empresas utilizadas. Esse dado é de extrema importância para a elaboração do índice de dependência política, e portanto, é um fator positivo poder contar com a resiliência de obtê-los todos de uma mesma fonte de confiança.

O motivo da seleção de uma base de dados para cada um dos índices citados acima pode ser explicada pelo fato do IBrX 100 ser mais abrangente que o IBOVESPA. Enquanto o IBOVESPA captura apenas 63 papéis, o IBrX captura 100, de modo que o mesmo pode conter papéis de empresas importantes que viriam a compor o grupo de empresas com maior dependência política. No entanto, como já foi mencionado, levando em consideração a composição do índice de dependência política a partir de 42 empresas analisadas, a ausência de dados em certas circunstâncias pode ser prejudicial para a execução da estratégia desenvolvida. É importante destacar que algumas empresas não necessariamente apresentaram uma variação de preços em dias específicos de eventos da Lava Jato, o que contribuiu para a diminuição no número de observações em cada uma das fases da mesma. Isso, somado ao fato de que o índice é composto por apenas 42 papéis de ações pode ser preocupante. Surge então um certo dilema a respeito de como organizar e definir os dados a serem utilizados: caso fosse decidido utilizar um número maior de empresas, seria possível facilmente obter um número de observações muito mais robusto, o que traria mais solidez para os resultados a serem obtidos. Simultaneamente, um número significativamente maior de empresas a serem computadas no índice de dependência política representaria uma maior complexidade com relação aos critérios que seriam utilizados para elaboração de tal índice, o que não é a principal questão desse trabalho dada a complexidade e nível

técnico exigido para a construção de um índice de dependência política igualmente robusto. Portanto, o número de empresas selecionado para a composição do índice respeita de forma harmoniosa os critérios já mencionados. Um índice de dependência política que, por mais que contasse com um número significativamente maior de observações, se não contasse com critérios fortes e bem definidos, poderia comprometer todos os resultados de tal experimento.

Mais adiante, a linha do tempo das fases que compõem a Operação Lava Jato é de senso comum e pode ser obtida em diversas fontes oficiais de mídias do país. A principal delas levada em consideração foi a cobertura realizada pelo G1.

5. Resultados Pretendidos

Espera-se evidenciar que, para cada evento da Lava Jato, os retornos das ações de empresas com uma dependência política mais elevada serão consideravelmente positivos e maiores que os retornos de ações de empresas menos conectadas politicamente. Mais adiante, a magnitude de tal efeito diferencial será altamente correlacionada com o retorno líquido do índice IBOVESPA ou IBrX, para o evento correspondente. Isso acontece pois essa relação deriva do fato de que o retorno no índice indica uma medida de severidade do evento da Lava Jato acompanhado pelos investidores no mercado financeiro.

A intuição da correlação positiva entre o retorno das ações de empresas politicamente mais dependentes e as fases da Lava Jato podem ser explicadas pela conjuntura política vivida no Brasil nos últimos meses. O andamento de uma operação que investiga os principais agentes políticos no poder, muitos deles relacionados a atos que põem diretamente empresas em risco financeiro, faz com que, à medida que a operação avance, a perspectiva de uma mudança de governo aumenta, precedida por eventos mais severos como por exemplo o caso de um impeachment da presidente Dilma Rousseff, já afastada de seu cargo. Por conseguinte, como uma alteração mais drástica na governabilidade do país implica em mudanças na forma como são conduzidas as empresas com mais elevada dependência política, o mercado entende esses eventos como fatores positivos para tais empresas.

A Figura 1 mostra o retorno no preço das ações para as vinte e nove primeiras fases da Operação Lava Jato, indo de Dezesete de Março de 2014 a Doze de Abril de 2016, em função do índice que incorpora as empresas por ordem de dependência política (sendo o Grupo 1 compreendido pelas empresas com maior dependência política e, declinando gradativamente até o Grupo 3, com menor dependência). O gráfico sugere fortemente que empresas politicamente mais conectadas, em média, tiveram um acréscimo de valor em maior magnitude, ao longo dos eventos estudados, do que as empresas menos dependentes politicamente. Há ainda representado no gráfico o fator ligado ao prolongamento desses eventos, e a dificuldade em se enxergar um cenário de desfecho, o que faz aumentar a severidade dos efeitos da Operação Lava

Jato, que é explicitada na magnitude com que os retornos das ações variam. É importante destacar que os dados analisados e dispostos no gráfico acima refletem a variação no preço das ações a partir dos preços de fechamento da mesma, dispostos na Bloomberg, tanto para d_0 quanto para $d+1$.

Uma segunda abordagem para capturar o efeito da dependência política no retorno das empresas ao longo dos eventos estudados que compõem as fases da Lava Jato, foi a partir da utilização dos preços de fechamento das ações em d_0 , seguido pelo preço de abertura da mesma em $d+1$. A intuição por trás desse tratamento está no fato de que as fases da Operação Lava Jato permanecem em máximo sigilo até o momento em que são executadas e assim divulgadas. Mais adiante, as mesmas costumam iniciar seus procedimentos de mandados de prisão, busca e apreensão, prisão preventiva, entre outros, antes do horário de abertura da Bolsa de Valores. Portanto, buscou-se analisar diferentes estratégias com o objetivo de capturar a maior magnitude na variação de preços das ações diante da ocorrência de eventos da Lava Jato, e por isso, acredita-se na possibilidade de haver uma variação significativa no preço das ações entre os preços de fechamento do mercado no dia anterior, e os preços de abertura do dia seguinte.

Após uma primeira observação do gráfico da Figura 2, no entanto, nota-se claramente que o efeito no retorno das empresas é mais superficial, quando levado em conta a variação no preço das ações através do preço de fechamento em $d-1$ e preço de abertura em d_0 . Não obstante, esse tratamento será levado em consideração durante a elaboração das próximas etapas deste trabalho.

Com o intuito de analisar melhor a magnitude de tais efeitos regidos pela dependência política, serão elaborados uma série de regressões com as especificações já mencionadas anteriormente.

6. Resultados

A Tabela 1 apresenta os principais resultados obtidos através da regressão (1) idealizada dos dados em painel. O coeficiente POL capturado, embora demonstre uma correlação positiva, o que era esperado, é muito pequeno e não é estatisticamente significativo para o nível de 10%. Acredita-se que esse resultado está diretamente relacionado ao número de observações em que se foi possível realizar tal experimento, o que por conseguinte, nos remete à problemática levantada na sessão de Dados. Levando em consideração que a amostra de dados é representada por 29 fases da Operação Lava Jato, em média, cada fase apresentou cerca de 28 observações de retornos de empresas, o que é um número muito pequeno para capturar um efeito mais robusto para tal correlação, e inclusive muito pequeno considerando a amostra de 42 empresas. Possuir um número maior de observações de retornos de empresas significaria desenvolver um índice de dependência política muito mais complexo que o efetivamente desenvolvido, o que foge do escopo e intenções deste trabalho.

Em seguida, realizou-se a segunda estratégia empírica, obtendo o efeito de conexões políticas no retorno do preço de ações, estimando POL separadamente para cada uma das fases da Lava Jato. Dentro desse contexto, é importante destacar que, em cada episódio da Operação Lava Jato, investidores estavam reagindo a notícias diferentes. Por isso, é esperado que o coeficiente de POL difira ao longo de cada evento analisado. Mais precisamente, é importante destacar que a medida que aumenta a severidade da operação Lava Jato e por conseguinte, a perspectiva de uma mudança no âmbito político, esse fator deve intensificar o efeito da dependência política, e consequentemente, a magnitude de ρ , que deve elevar-se gradualmente em conjunto com a severidade de cada fase da Operação Lava Jato. Embora a problemática relacionada ao baixo número de observações para cada fase da operação seja evidente, e por conseguinte, o grande número de coeficientes que não conseguem se declarar estatisticamente significantes nem sequer ao nível de 10%, esse efeito consegue ser levemente evidenciado. Das 29 fases da Operação Lava jato em questão, 7 delas apresentam um coeficiente estatisticamente significativo, pelo menos ao nível de 10%. Quando observado isoladamente para cada uma dessas fases, tal coeficiente claramente apresenta um comportamento crescente à medida que a Operação Lava Jato evoluiu. A

Figura 3 captura esse efeito, ainda que o mesmo apresente evidências fracas de tal efeito.

7. Conclusão

Como atos de corrupção afetam o retorno nos preços de ações de empresas que possuem uma maior dependência política é uma pergunta autêntica e que já foi respondida em muitos países, durante períodos marcantes como o que estamos vivendo no Brasil nesse momento. A repercussão recente da Operação Lava Jato e a propagação de seus efeitos para a conjuntura político econômica atual demonstram a importância desse trabalho.

Acredita-se que a estratégia empírica desenvolvida era adequada para o tipo de efeito que se buscava capturar. A mesma se atentou a vários testes de robustez realizados, de modo a garantir que estava expurgando efeitos não desejáveis do retorno no preço das ações analisadas, seja rodando a regressão desenvolvida em dois estágios, ou mesmo reformulando o cálculo do retorno das ações com base somente nos preços de fechamento entre d_0 e $d+1$, ou levando em conta os preços de abertura em $d+1$.

Considerando também um cenário econômico brasileiro em que no setor de consultoria e acadêmico também, não se encontra com facilidade indicadores que busquem analisar o quão dependentes politicamente as empresas são do governo, a realização do índice de dependência política a partir de critérios sólidos e bem definidos foi um fator positivo na elaboração de tal experimento. No entanto, acredita-se que a dificuldade em desenvolver uma base de dados mais abrangente e que simultaneamente seja condizente com os critérios pré-estabelecidos no desenvolvimento do índice de dependência política tenha sido o principal fator responsável pelo insucesso dos resultados obtidos em ambas regressões.

Caso no futuro, sejam confirmados os resultados pretendidos com maior robustez, serão mensurados efeitos concretos do impacto da política na economia brasileira, marcada por um dos principais eventos que deflagraram o maior de esquema de corrupção na história do Brasil.

8. Referências Bibliográficas

- Acemoglu, D., T. Hassan, A. Tahoun (2014). The Power of the Street: Evidence from Egypt's Arab Spring. Technical report, National Bureau of Economic Research.
- Carvalho, C., Zilberman, E (2016). Germany 7-1 Brazil: A Political Shock. Preliminary Version Paper. Department of Economics, Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro.
- Dinc, I. S. (2005). Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets. *Journal of Financial Economics* 77 (2), 453–479.
- Enikolopov, R., Petrova M., Sonin K. (2016). Social Media and Corruption. *Social Science Research*. 2153378
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *The American Economic Review* 96 (1), 369–386.
- Faccio, M., R. W. Masulis, and J. McConnell (2006). Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance* 61 (6), 2597–2635.
- Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American Economic Review* 91(4), 1095–1102.
- Johnson, S. and T. Mitton (2003). Cronyism and capital controls: Evidence from malaysia. *Journal of Financial Economics* 67 (2), 351–382.

Leuz, C. and F. Oberholzer-Gee (2006). Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia. *Journal of Financial Economics* 81 (2), 411–439.

Roberts, B. E. (1990). A dead senator tells no lies: Seniority and the distribution of federal benefits. *American Journal of Political Science* 34 (1), 31–58.

9. Tabelas

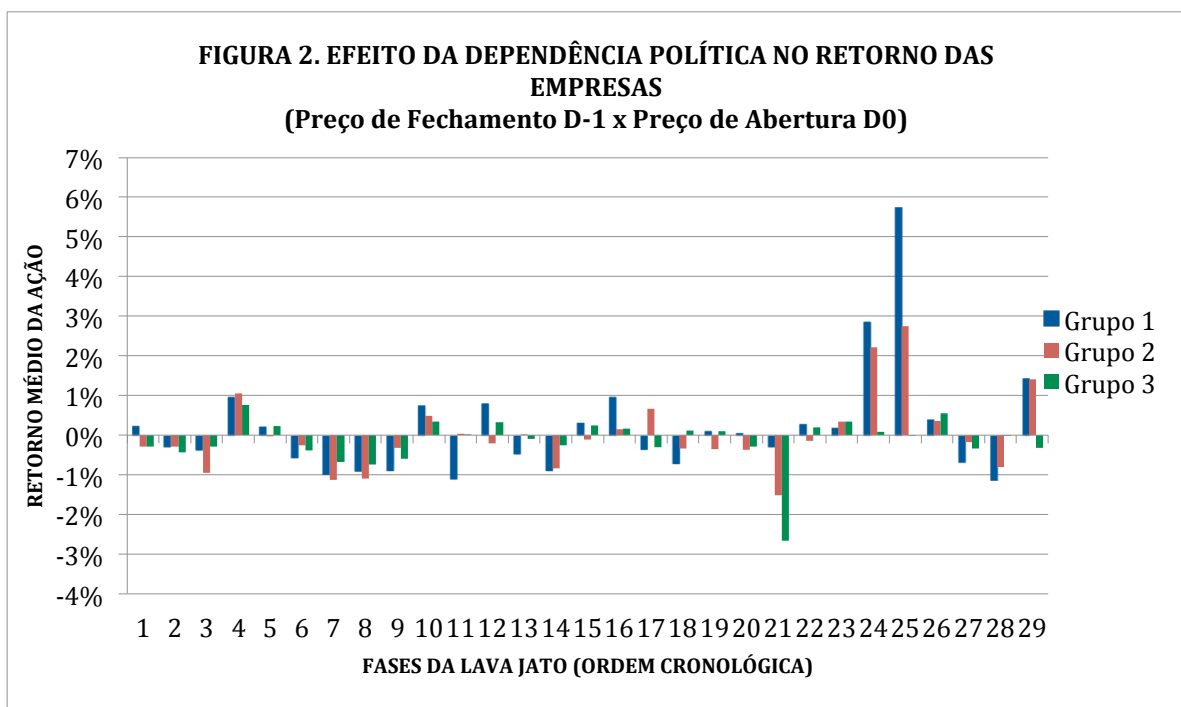
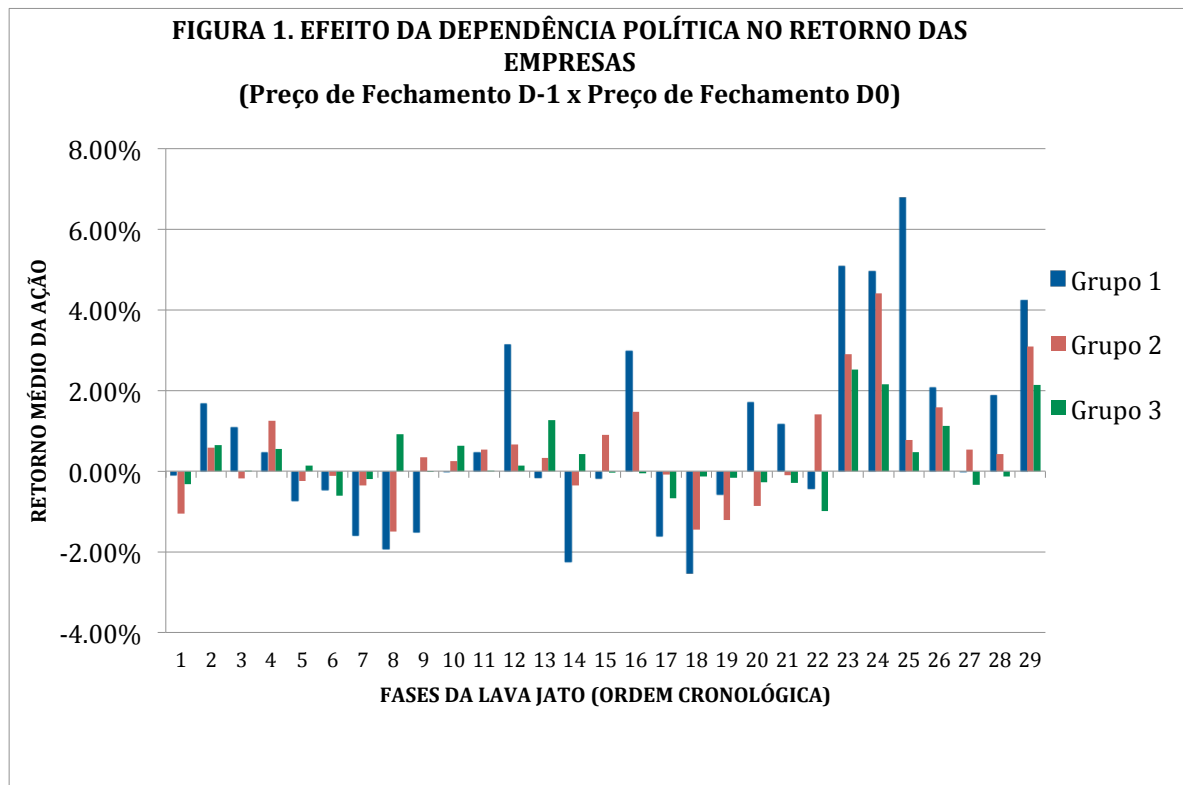


TABELA I - Efeito de Conexões Políticas Sobre Variações no Preço de Ações	
	Variável Dependente: Retorno da Ação i na Fase e , R_{ie}
POL	0.001 (0.001)
R^2	0.002
Observações	801
Nota: Erro Padrão em parêntesis	
* Estatisticamente Significativo ao nível de significância de 10%	
** Estatisticamente Significativo ao nível de significância de 5%	
*** Estatisticamente Significativo ao nível de significância de 1%	

