



**Universidade Federal de Ouro Preto
Instituto de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Econômicas**



Monografia

O VALOR DE MERCADO ADICIONADO DAS EMPRESAS NO BRASIL: Uma Análise Econômica e Financeira à Luz das Incertezas Políticas

Daniel Teixeira Lamounier

**Mariana, MG
2019**

Daniel Teixeira Lamounier

**O VALOR DE MERCADO ADICIONADO DAS EMPRESAS NO
BRASIL:
Uma Análise Econômica e Financeira à Luz das Incertezas Políticas**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Ouro Preto, no Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, como pré-requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Thiago de Sousa Barros

**Mariana, MG
DECEG / ICSA / UFOP
Dezembro/2019**

L236v

Lamounier, Daniel Teixeira.

O valor de mercado adicionado das empresas no Brasil [manuscrito]: uma Análise Econômica e Financeira à Luz das Incertezas Políticas / Daniel Teixeira Lamounier. - 2019.

34f.: il.: grafs; tabs; Quadros.

Orientador: Prof. Dr. Thiago de Sousa Barros.

Monografia (Graduação). Universidade Federal de Ouro Preto. Instituto de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Ciências Econômicas e Gerenciais.

1. Mercado de valores mobiliários - Teses. 2. Propriedade privada - Teses. 3. Economia - Teses. 4. Incerteza (Economia) - Teses. I. Barros, Thiago de Sousa. II. Universidade Federal de Ouro Preto. III. Título.

CDU: 658.15(81)

Catálogo: ficha.sisbin@ufop.edu.br



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO
REITORIA
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**FOLHA DE APROVAÇÃO****Daniel Teixeira Lamounier****O VALOR DE MERCADO ADICIONADO DAS EMPRESAS NO BRASIL: Uma Análise Econômica e Financeira à Luz das Incertezas Políticas**

Membros da banca

Thiago de Sousa Barros - Doutor - UFOP

Chrystian Soares Mendes - Doutor - UFOP

Getúlio Alves de Souza Matos - Doutor - UFOP

Versão final

Aprovado em 17 de Dezembro de 2019

De acordo

Thiago de Sousa Barros



Documento assinado eletronicamente por **Thiago de Sousa Barros, PROFESSOR DE MAGISTERIO SUPERIOR**, em 21/12/2019, às 00:39, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.ufop.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0030164** e o código CRC **D2359F99**.

Referência: Caso responda este documento, indicar expressamente o Processo nº 23109.204255/2019-55

SEI nº 0030164

R. Diogo de Vasconcelos, 122, - Bairro Pilar Ouro Preto/MG, CEP 35400-000
Telefone: - www.ufop.br

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todas as pessoas que cruzaram por minha vida, em especial aquelas que me acompanham desde sempre com afeto. Principalmente a quem fez de cada dia seu, meus dias também, que me ajudou nos primeiros passos e me alimentou quando ainda não sabia falar. Mãe, saiba que é a pessoa que mais admiro neste mundo, soube nos educar com amor, carinho e dedicação, me faltam palavras para expressar a gratidão, respeito e amor que tenho pela senhora. Pai, a distância e as discórdias apenas nos fortaleceram, o admiro por todo o esforço e inteligência que utiliza para que nossos sonhos de tornem realidade, és a pessoa mais determinada que já vi, seu filho tem muito de ti. Saibam vocês dois, que tudo que faço é por vocês e sempre serão meu primeiro pensamento. A Kika e Cicinho saudades de quando nossos dias eram sempre juntos, obrigado por sempre me apoiarem, vocês são meu maior orgulho! Ana Júlia e Rafa, vocês possuem um lugar especial em meu coração, quero lhes dar o mundo! Wesley, Marina, Carlos e Elimar, obrigado por fazerem essas pessoas felizes. A toda Família Teixeira e Família Lamounier, estar entre vocês sempre foi enorme prazer e sou afortunado por ter vocês em minha vida, em especial a base das famílias: Vó Rosália e Vô Zé Cabeça, Vó Carminha e Vô Zé do Anjo, obrigado aos tios e tias pelo suporte e sabedoria doada, aos primos, primas e agregados (as) pelos felizes momentos compartilhados. A Gracinha, por me fazer sentir o mais profundo amor, obrigado por todo companheirismo, cumplicidade e carinho, te amo!

Guardando as recordações das terras onde passei e os amigos que lá deixei, agradeço aos de Candeias, Alfenas, Divinópolis, Campo Grande e Zaragoza. Cada um ao seu tempo e lugar, foi fundamental para meu desenvolvimento pessoal e se o que se leva dessa vida, é a vida que se leva. Levo as pessoas com quem trabalhei, especialmente na Mineração Rochas de Minas, Marilan, Microlins, Drogasil's, Champions e CarnAquarius, sou grato a toda experiência que me deram. A UniverCidade Federal de Ouro Preto e Mariana, com suas belezas naturais e arquitetônicas, aqui vivi os melhores anos da minha vida, aos professores, em especial ao meu orientador Dr. Thiago Barros, e técnicos que contribuem para uma UFOP de alta qualidade, ao Remop, Crie, Pii, Caeco's e Dce's. Muchas gracias España y everis por todo el conocimiento, aprendizaje y la experiencia de vivir su cultura, en especial al equipo SKM.

Aos boleiros de nascença e aos deuses do futebol. As bandas e dj's que embalaram os melhores rocks. A Lu, Flávi, Rô e Geane, por cuidarem de mim. As Aquarianas, pelas curriolas.

As caronas que salvaram o rolê. As minhas galeras: Broda's, Montheyeah's, Capitais da Bahia, Rodados, EconoRima, 13.2 e 15.1 e aqueles com quem já dividi um teto algum dia. Thanks to Stephan, Jessica, Nader, Nacho, Mirjiana and Silvia for simply be the Best of IAESTE, see you another life Padre Manjón.

A todo o sistema republicano, Refop, Arpa, Arrop e Arpam, por me tornar mais humano, em especial: 171, Alcatéia, Bicho do Mato, Cafofo, Cantinho do Céu, Cêkisabi, Éternamente, Hárem, Insônia, Mansão Amarela, Mata Virgem, Meninas Gerais, Nadavê, Nau Sem Rumo, Ninho do Amor, Pulga, Peripatus, Quarto Crescente, Quase Normal, Rasta Pé, Skulaxu, Snoopy, Sua Mãe, Tanto Faz, Tchu, Upa, Xeque Mate. As casa's da Pão e da Lidy.

Aos ex-alunos e moradores, donde sô têm gente boa e OsBartira. Minha amada casa e todos que contribuem para sua história, Grandiosa República Aquarius, simplesmente ô lugar pra se viver, uma escola pra aprender. Nesta casa estruturada por madeira de Candeia, foi a mais incrível experiência da minha vida com momentos que pareciam cenas de um filme na Terra do Nunca!

“Se você não pode controlar suas emoções, você não pode controlar seu dinheiro”

Warren Buffet

SUMÁRIO

RESUMO	9
1. INTRODUÇÃO	1
2. PLATAFORMA TEÓRICA	4
2.1 O VALOR DAS EMPRESAS POR MEIO DOS DIFERENTES MODELOS DE AVALIAÇÃO	4
2.1.1 VALOR PATRIMONIAL CONTÁBIL.....	6
2.1.2 VALOR DE MERCADO	7
2.1.3 VALOR DE MERCADO ADICIONADO.....	8
2.2 A INCERTEZA POLÍTICA: UM PANORAMA	9
3. METODOLOGIA	13
4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS	16
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	30
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	31

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Lista de Figuras

Figura 1. Os modelos de avaliação mais utilizados.....	5
Figura 2. Razão do Marke-to-Book agregado para os BRICS	9
Figura 3. EPU – Índice de Incerteza Política para o Brasil entre 1991 e 2017.	11

Lista de Gráficos

Gráfico 1. Gráfico das variações nos Ativos, Passivos e Patrimônio Líquido das Empresas. .	18
Gráfico 2. Gráfico das mutações dos dados contábeis das empresas.	19
Gráfico 3. Gráfico do Valor de Mercado das Empresas.....	20
Gráfico 4. Variação do Valor de Mercado das Empresas.....	20
Gráfico 5. Gráfico das variações do Valor de Mercado Adicionado.....	21
Gráfico 6. Market-to-book e variação média do Valor de Mercado Adicionado.....	22
Gráfico 7. Gráfico da média trimestral do EPU e a máxima em um mês de cada ano.....	23
Gráfico 8. Gráfico do Valor de Mercado Adicionado e EPU médio trimestral.	24

Lista de Tabelas

Tabela 1. Médias Gerais.	16
-------------------------------	----

Lista de Quadros

Quadro 1. Resumo dos Valores Contábeis das Empresas.	17
-----------------------------------------------------------	----

RESUMO

Este trabalho estuda as relações entre o Valor de Mercado Adicionado das empresas brasileiras listadas na B3 e eventos de incerteza política entre 2001 e 2015. Durante a plataforma teórica foram elencadas as formas de mensuração e diferenças entre o valor Valor Patrimonial Contábil, o Valor de Mercado e a construção do Valor de Mercado Adicionado. Para ter clareza dos eventos políticos ocorridos na época foi utilizado o modelo *Economy (E) Policy (P) Uncertainty (U)* desenvolvido por Baker, Bloom e Davis (2015), que mensura a partir da contagem de notícias do Jornal Folha de São Paulo seguindo uma regra de palavras chaves, o impacto de ocorrências políticas sob o comportamento econômico dos agentes. Os resultados são analisados comparando graficamente o movimento das variáveis adicionando eventos ocorridos além dos já citados pelos autores no índice original EPU para o Brasil. Observou-se que movimentações no Valor de Mercado Adicionado podem ter causas por parte de movimentações dos Ativos e Passivos que compõe o Valor Patrimonial, como também das alterações nas expectativas dos investidores. Foi possível avaliar que os pontos com as maiores volatilidades do EPU coincidiram com os movimentos mais bruscos do Valor de Mercado Adicionado durante o período pesquisado. Esses movimentos em sua raiz coincidem com momentos de alta incerteza em relação às políticas macroeconômicas que poderiam ser adotadas em futuros próximos, sejam elas de âmbito nacional ou internacional.

Palavras-chave: Valor de Mercado Adicionado, Valor de Mercado, Valor Patrimonial Contábil, EPU, Incerteza Política.

ABSTRACT

This paper studies the relationship between the Added Market Value of Brazilian companies listed on B3 and events of political uncertainty between 2001 and 2015. During the theoretical platform were listed the ways of measurement and differences between the Book Value, the Market Value and the construction of the Added Market Value. To be clear about the political events that occurred at the time it was used the Economy (E) Policy (P) Uncertainty (U) model developed by Baker, Bloom and Davis (2015), which measures from the news count of the Folha de São Paulo newspaper following a rule of key words, the impact of political occurrences on the economic behavior of agents. The results are analyzed comparing graphically the movement of variables adding events occurred in addition to those already cited by the authors in the original index EPU for Brazil. It was observed that movements in the Added Market Value may have causes on the part of movements in the Assets and Liabilities that make up the Asset Value, as well as changes in investors' expectations. It was possible to evaluate that the points with the highest volatilities of the EPU coincided with the most abrupt movements of the Added Market Value during the surveyed period. These movements at their roots coincide with moments of high uncertainty in relation to macroeconomic policies that could be adopted in the near future, whether they are national or international in scope.

Keywords: Added Market Value, Market Value, Countable Equity Value, EPU, Political Uncertainty.

1. INTRODUÇÃO

São crescentes as dúvidas presentes no ambiente de negócios sobre o que é mais relevante no que diz respeito a mensuração do valor de ativos. As informações contábeis ou outras informações externas aos balanços, como, por exemplo, o aumento da competição no mercado interno e/ou externo, as variações nos valores das divisas, mudanças nas taxas juros dos países e até mesmo incertezas sobre o cenário político (VASILESCU e POPA, 2011).

Independente da forma utilizada para avaliar um investimento, seu objetivo final será sempre o mesmo, reconhecer seu preço justo. O avaliador desse processo necessitará da máxima informação disponível para chegar ao resultado mais preciso.

Para isso, os sistemas financeiros eficientes devem fornecer informações boas e facilmente acessíveis que podem reduzir os custos de transação e, subsequentemente, melhorar a alocação de recursos e impulsionar o crescimento econômico. Nesse sentido, tanto os sistemas bancários como os mercados bolsistas impulsionam o crescimento, que é o principal fator de redução da pobreza. Em níveis baixos de desenvolvimento econômico, os bancos comerciais tendem a dominar o sistema financeiro, enquanto em níveis mais elevados os mercados bolsistas tendem a tornar-se mais ativos e eficientes em relação aos bancos. Assim, as economias abertas com políticas macroeconômicas sólidas, bons sistemas jurídicos e proteção aos acionistas, atraem capitais e, por conseguinte, têm mercados financeiros mais vastos (THE WORLD BANK, 2018).

A nível global, o sistema financeiro foi fundamental para o desenvolvimento da Europa, Estados Unidos e Japão, servindo como canalizador na alocação dos recursos excedentes para os agentes que sofriam com escassez. A sofisticação desses mercados, permitiu a eficiência na utilização da poupança. Essa integração entre mercado financeiro e mercado produtivo, faz com que o bom desempenho de um beneficie o outro, ou seja, se o Produto Interno Bruto (PIB) cresce, as empresas tendem a crescer e consequentemente tende a crescer a demanda por suas ações (SINGH, MEHTA e VARSHA, 2011).

O estudo de Leal-Arcas (2008) observou que taxas de crescimento real do PIB nos países formadores do BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), só foram possíveis graças ao aumento na capitalização dos mercados internos desses países.

Nesses países emergentes, como o Brasil, o sucesso na avaliação do preço justo do ativo, provavelmente enfrentará obstáculos que dificultam a avaliação das informações, sejam elas a respeito de políticas governamentais, objetivos acerca das metas de inflação, incertezas sobre o mercado global e alterações nas taxas de juros, devem ser levadas em conta pelo avaliador (CUNHA, MARTINS e ASSAF NETO, 2014). Isso exige que seja considerado além das variáveis contábeis, os fatores macroeconômicos e de risco na avaliação dos ativos (PAREDES e OLIVEIRA, 2017).

Após a estabilização do Plano Real, a capitalização por meio do mercado acionário apresentou crescimento ímpar tanto em termos de volume de negócios, como em eficiência alocativa. Entretanto, devido às incertezas em relação à continuidade de políticas macroeconômicas e a frágil estrutura financeira, a capitalização brasileira ainda patinava em alguns momentos devido aos riscos incorridos indiretamente sob os preços. A vulnerabilidade sobre as condições econômicas internas e/ou externas possui real influência sob a incorporação dessas informações ao preço dos ativos brasileiros além das informações contábeis, podendo elas serem reações antecipadas ou não (NUNES, COSTA JR e MEURER, 2005).

Em outra vertente, alguns investidores acreditam que podem vencer o mercado baseando a sua estratégia no "sentimento" do investidor em vez de fundamentos, como lucros e dividendos. Eles argumentam que a maioria dos investidores é excessivamente otimista quando os preços das ações estão altos e excessivamente pessimista quando estão baixos. Quando o mercado está em queda, o oposto é verdadeiro. A medida que uma psicologia em massa prevalece sob os mercados, os movimentos ultrapassam os seus fundamentos (SIEGEL, 1998).

Ao analisar este efeito, Baker, Bloom e Davis (2015) criaram um método de "Medição da Incerteza da Política Econômica" a partir da leitura de jornais, com o objetivo de interpretar o "sentimento" dos investidores e suas reações no mercado a partir de uma contagem padronizada de notícias. Relacionando acontecimentos políticos divulgados pelos noticiários e a volatilidade do preço das ações.

A avaliação de ativos é de forte interesse para seus *stakeholders*¹ sejam eles: investidores, analistas financeiros e/ou gestores de recursos. A constante mudança em que vive o mercado e a necessidade de precificar um determinado ativo, faz com que estes *stakeholders* tomem ciência de que para tomarem as melhores decisões e conhecer o real valor, devem recorrer as medidas e os fatores que o determinam, que são inúmeros, sejam quantitativos ou qualitativos (ASSAF NETO, 2017).

Diante de tantos métodos e fatores que podem influenciar o mercado de capitais e o valor das companhias, o presente estudo visa contribuir com a literatura existente acerca do mercado de ações e suas relações com as variáveis de cunho político, e busca responder à questão central:

- **Como se comporta o Valor de Mercado Adicionado (VMA) estimado para as empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3), entre os anos de 2001 e 2015, em relação à incerteza política observada no país?**

¹ *Stakeholder* refere-se a público estratégico ou grupo de interesse, ou seja, são as pessoas ou instituições que se vêm afetadas ou interessadas pelas ações de uma empresa de forma direta ou indireta.

Diante disso, esta pesquisa visa contribuir para trabalhos futuros ao tratar um conjunto de variáveis no âmbito contábil, de mercado e também no que tange o “sentimento” do investidor. Assim, o presente estudo buscará:

- i) Construir um arcabouço teórico descrevendo a diferença entre os tipos de valores, destacando-se o Valor Patrimonial Contábil, o Valor de Mercado e o Valor de Mercado Adicionado;
- ii) Apresentar o Índice de Incerteza Política (EPU) proposto por Baker, Bloom e Davis (2015);
- iii) Estimar o Valor de Mercado Adicionado das firmas entre os anos 2001 e 2015;
- iv) Comparar as interações entre o Índice de Capitalização de Mercado Adicionado em relação ao Índice de Incerteza Política (EPU);
- v) Discutir os resultados apurados.

Para cumprir com estes objetivos delineados, o presente trabalho está dividido em 6 capítulos, sendo composto pela presente introdução, o capítulo 2 dividido em subcapítulos que abordarão os valores contábeis, de mercado e a diferença entre ambos, que é o valor de mercado adicionado, e, apresenta o método de incerteza política (EPU) além de outros métodos utilizados para investir com base no “sentimento” do investidor; o capítulo 3, explica a construção do método aplicado para relacionar a Capitalização do Mercado Adicionado com o Índice de Incerteza Política escolhido; o capítulo 4, apresenta e analisa os resultados obtidos e as estatísticas descritivas; o capítulo 5, discute a conclusão do presente estudo com outros autores; e por fim, no capítulo 6, é possível encontrar o referencial teórico utilizado.

2. PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 O Valor das Empresas por meio dos Diferentes Modelos de Avaliação

O valor das companhias, pode ser separado em 3 grupos: pelos ganhos, pelo fluxo de caixa e pelo valor gerado (NUGROHO, 2018). Vale salientar, neste espectro, a diferença entre valor e preço, e sua importância no processo de avaliação de um ativo. Preço é a quantia que vendedor e comprador, em comum acordo, concretizam um negócio em uma operação de compra e venda, de forma única, exata e precisa. Por outro lado, o valor é variável e depende de diversos fatores, alguns subjetivos (DAMODARAN, 2007).

Como nos explica Martinez (1999) o objetivo na avaliação de ativos é encontrar seu valor econômico, ou o valor que demonstre a possível futura geração de riqueza do mesmo. Já para Fama (2004), não há um valor absoluto ou certo para a realização de um negócio, este dependerá de um propósito e perspectivas dos agentes envolvidos na transação, ademais as percepções do analista durante a avaliação serão incorporadas a esse valor.

Assaf Neto (2017) explica a diferença que existe entre os dois métodos, sendo que a avaliação de empresa pelo valor de mercado e o método de valor contábil do patrimônio líquido não costumam ser iguais. Uma vez que o mercado agrega em seu cálculo projeções futuras de retornos e oportunidades, agregando informações adicionais posteriores a data do lançamento contábil. De forma geral, o valor de mercado tende a ser maior que o valor contábil. Porém, todas as metodologias de avaliação devem convergir para um mesmo valor (MARTINS, 2000; PENMAN, 2005).

Frequentemente, o valor final de uma negociação difere do valor apontado no patrimônio líquido, assunto que causa diversas discussões ao longo do tempo, conforme cita Martins (2000), gerando até críticas quanto à relevância e à utilidade da Contabilidade na avaliação empresarial. A intensa atividade em aquisições, fusões, cisões e reestruturação de empresas, só são possíveis após a definição de valor justo para esses negócios. Essa avaliação deve ser de profunda análise do ativo, seus históricos, mercado inserido e perspectivas de evolução. Para Barreto (1999) o investimento reflete para seu possuidor a geração de benefícios futuros.

O balanço patrimonial é um modelo aceito para evidenciar o valor patrimonial de uma empresa, através do seu valor de Patrimônio Líquido, que diz a respeito da participação dos donos do negócio em sua riqueza. Por outro lado, são frequentes os questionamentos sobre sua capacidade em demonstrar o valor real de uma empresa (SCHNORRENBARGER *et al*, 2015).

Conforme apresentado por Cunha e Lapeña *apud* Schnorrenberger *et al.* (2015), vários estudos científicos buscaram identificar os métodos mais utilizados para avaliação empresarial, que pode ser visualizado abaixo, na Figura 1:

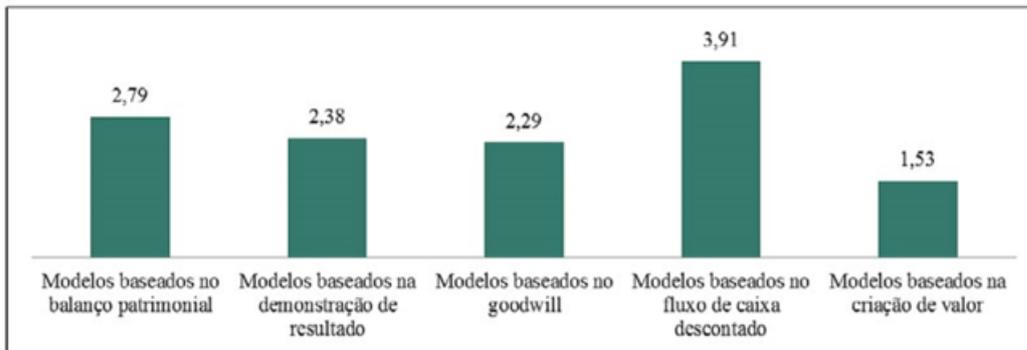


Figura 1. Os modelos de avaliação mais utilizados
Fonte: SCHNORRENBGER *et al.*, 2015, p.82.

Soutes *et al.*, (2008) aplicou questionários com empresas e auditores independentes, cujo os resultados apontam que o Fluxo de Caixa Descontado e o Valor Patrimonial Contábil estão entre os métodos mais utilizados. Assim, por ser um dos mais utilizados, o Valor Patrimonial Contábil das maiores empresas, em termos de Patrimônio Líquido, listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) entre 2001-2015, será um dos componentes na formação da base de dados dessa pesquisa.

Outro método utilizado para calcular o valor de uma companhia é por meio do mercado de títulos, o valor será determinado a partir da soma nominal dos títulos de tal companhia, negociados em um mercado com pelo menos um nível de razoável liquidez. A ideia central é que o Valor de Mercado da empresa, ou seja, a soma de todos os seus bens e direitos, deve ser igual ao valor dos seus instrumentos financeiros reunidos, equivalente, a soma do Passivo e Patrimônio Líquido. Esse método de avaliação tem seu enfoque no presente, na cotação de mercado, carregando com si uma avaliação futura da empresa, refletida na formação dos preços pelos agentes. O que torna isso um aspecto positivo, ao ter o mercado como avaliador, que deverá incluir na formulação dos preços informações não registradas pelo valor contábil (LEMME, 2001).

Apesar de a literatura sinalizar que o valor final de um empreendimento independe do método escolhido, evidências empíricas sinalizam que as diferenças existem e podem ser significativas entre os dois métodos estudados (SCHNORRENBGER *et al.*, 2015).

Fairfield (1994) acredita que a combinação de conceitos e métodos é a melhor opção para a avaliação do valor de um ativo para que em conjunto aclarem sobre perspectivas futuras e presentes. Esses exemplos demonstram a importância para o mercado financeiro e seus agentes de que haja estudos

relacionados com a valoração de empresas. (CUNHA, MARTINS e ASSAF NETO, 2014; PAREDES e OLIVEIRA, 2017).

Esses dois valores, contribuirão para identificar o Valor de Mercado Adicionado, que é justamente a diferença entre ambos.

2.1.1 Valor Patrimonial Contábil

O Valor Patrimonial Contábil é registrado de acordo com os princípios de contabilidade vigentes e é facilmente identificado ao analisar o balanço patrimonial da empresa, sendo estabelecido de maneira clara e direta, podendo ser calculado como a diferença entre os ativos e passivos de uma organização (MARTELANC, 2005).

Mendoza (2008) adverte a respeito do Valor Patrimonial Contábil, que mesmo sabido e igual o valor econômico na data da realização do negócio, ao longo do tempo se distanciará cada vez mais do real valor econômico, por sofrer distorções não captadas, como por exemplo, obsolescência e mudanças tecnológicas, variações macroeconômicas e a não correção monetária. Helfert (2000) ressalta que sua utilidade é questionável se utilizado isoladamente, na maioria dos casos.

Sua limitação está no fato de que representa um momento estático no tempo a respeito da situação financeira do negócio. Assim sendo, esse método desconsidera a possível evolução da empresa, seu posicionamento no mercado, os recursos humanos presentes, os intangíveis a quais tem direito e o valor do dinheiro no tempo (FERNANDEZ, 2001).

Martins (2000) reforça, que o valor patrimonial contábil pode ser útil na avaliação de empresas que não tenha valores significativos de *goodwill*. Com a presença cada vez maior de bens intangíveis nas organizações, a utilidade do valor patrimonial contábil como variável única para explicar o valor de uma empresa, tem se tornado cada vez mais distante da realidade.

Para Almeida *et al.* (2012), uma das principais vantagens do modelo pelo valor contábil, é justamente não sofrer ajustes ou adequações, apresenta-se assim como o mais fiel a informação contábil, reduzindo a assimetria informacional.

Alguns estudos como o de Sarlo Neto *et al.* (2005), investigaram a relevância da informação contábil nos preços das ações negociadas na antiga Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), entre o período de 1990 a 2002. Os resultados indicaram que as informações contábeis possuem relevância, sinalizando que os preços das ações preferenciais seguiam a mesma tendência dos valores reportados nas demonstrações financeiras. Ainda assim, concluiu que informações contábeis divulgadas perdem significância para outras informações não claramente identificadas nos balanços.

Oliveira, Montezano e Oliveira (2013) utilizaram os dados de mercado e informações contábeis de empresas de capital aberto brasileiras do período de 1995-2007, relacionando o preço de mercado das ações e as variáveis contábeis, utilizando o modelo de Ohlson (1995) como base teórica. Em suma, nota-se que as variáveis contábeis se apresentaram como significantes para a determinação dos preços no mercado de valores.

2.1.2 Valor de Mercado

O valor de mercado (*market value*) representa um acordo entre partes em um momento oportuno de livre acordo entre os agentes, sem coersão, a respeito de um ativo ou conjunto de ativos, podendo ser em um mercado organizado ou não, sujeito a interferências externas, sejam elas psicológicas, preferências ou outras. Seu verdadeiro valor só se dá quando a transação é concretizada. Antes disso, são apenas especulações, passíveis de flutuações (LEMME, 2001).

Dito isso, é importante reinterar que o valor de mercado é muito relativo e volátil, e muitas vezes não condiz com seu valor patrimonial, e sim em projeções futuras de possíveis retornos e oportunidades de negócios. É o valor atribuído à empresa após concretizada uma negociação. Por exemplo, se a demanda por determinada ação for maior que sua quantidade disponível no mercado, o valor da empresa tende a aumentar (SANT'ANNA et al., 2015).

Por isso, o valor de mercado não é absoluto e está em constante mudança, ele é representado pelo último acordo firmado entre duas partes ou mais. Os agentes que determinarão, a partir de suas respectivas avaliações individuais, qual o valor econômico do ativo, até chegarem a um acordo. Para Assaf Neto *apud* Mendoza (2010):

O valor de mercado da empresa mostra-se como a melhor medida de desempenho empresarial, pois leva em consideração a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital (credores e acionistas), e o risco associado ao investimento, além de envolver uma visão de longo prazo, vinculado à continuidade do empreendimento, indicado o poder de ganho e a viabilidade de um negócio (ASSAF NETO *apud* MENDOZA, 2010, p.43-44).

Pasin (2004) menciona que em um mercado eficiente, o valor de mercado refletirá todas as informações futuras ainda não disponíveis no balanço, como: possíveis lucros, taxa de dividendos, os riscos inerentes, sejam de negócio ou pela formação de capital da empresa, valorização do ativo e intangíveis, tudo aquilo que possa vim a afetar o valor da empresa.

Fama e French (1995) por outro lado diz que a precificação não tem que ser racional, os preços das ações podem ser impulsionados por mudanças inesperadas no sentimento do investidor em relação ao valor do ativo que pouco tem haver com lucros de longo prazo.

2.1.3 Valor de Mercado Adicionado

Os modernos indicadores utilizados para gestão baseada em valores, oferecerem flexibilidade e eficiência, além de representarem uma boa alternativa para as empresas. Entre os indicadores utilizados para medir resultados que geram riqueza para os acionistas, está o Valor de Mercado Adicionado, uma medida de desempenho externo a companhia, uma métrica cumulativa de desempenho corporativo que mede o nível de valor que uma empresa criou para seus investidores e acumulou ao longo do tempo. O Valor de Mercado Adicionado pode ser representado como: o Valor de Mercado - Valor do Patrimônio Líquido, e a sua maximização deve ser um dos principais objetivos das companhias. Isso só pode ser possível quando a empresa obtém retornos acima do custo de capital investido (SICHIGEA e VASILESCU, 2015).

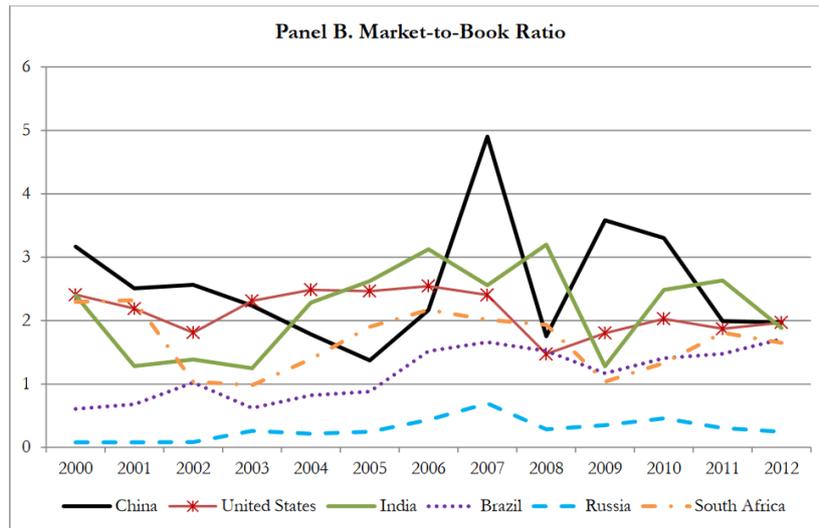
Suponhe-se que para maximizar o valor para os acionistas, as companhias devem maximizar o Valor de Mercado Adicionado e não necessariamente o seu valor total de mercado. O valor de mercado adicionado pode servir como indicador de desempenho, já que reflete o sucesso ou fracasso durante um período de tempo determinado e pode ser útil para os investidores em análises comparativas com ativos semelhantes (PETRESCU e APOSTOL, 2009).

Uma ferramenta alternativa para avaliação do valor de mercado e valor contábil, conjuntamente, é o *Market to Book*, que representa a razão entre valor de mercado para o valor do patrimônio líquido contábil, no final do ano civil anterior (CAVALCA *et al*, 2017; CARPENTER, LU e WHITELAW, 2015).

A relação entre o valor de mercado de uma empresa e seu valor patrimonial contábil é comumente reportada na literatura como *Price/Book* ou como *Market-to-Book* (MTB ou ME/BE). O *Price/Book* indica como o mercado está valorizando a empresa em relação aos seus dados contábeis. Quando esta proporção é maior do que 1 (um) significa que o mercado valoriza determinada empresa mais do que está registrado/calculado nos seus livros e/ou relatórios contábeis, ou seja, o mercado está reconhecendo algo que não está sendo registrado/captado pela contabilidade (ou que está sendo feito apenas parcialmente). E quando esta proporção é menor que 1 (um) significa que o mercado valoriza determinada empresa por menos do que está registrado em seus livros contábeis, ou seja, o mercado não está reconhecendo, total ou parcialmente, valores que a contabilidade está registrando em seus livros (SANT'ANNA *et al*, 2015, p.3).

Assim, a razão da soma do valor de mercado das empresas dividido pelo total do patrimônio líquido das mesmas, seria como um *Market-to-Book* agregado de todo um país. Allen *et al* (2014) construiu a taxa de *market-to-book* a nível nacional de vários países, entre 2000 e 2012, é possível observar visualmente na Figura 2 uma ligeira sincronia na direção dos mercados.

Figura 2. Razão do *Marke-to-Book* agregado para os BRICS



Fonte: ALLEN *et al*, 2014, p.19.

Portanto, o Valor de Mercado Adicionado, principalmente por apurar variações no tempo e captar informações externas a contabilidade, será utilizado nessa pesquisa como coeficiente entre o Valor Patrimonial Contábil e o Valor de Mercado das empresas escolhidas.

2.2 A Incerteza Política: Um Panorama

Vários tipos de informações podem afetar o preço das ações, como divulgações a respeito de: lucros, volatilidade, preços, índices econômicos-financeiros fundamentalistas, variáveis macroeconômicas e efeitos políticos. Cada tipo de informação divulgada deverá ter efeitos e proporções diferentes sobre o preço das ações, isso dependerá de todo o contexto do momento, a relevância em contra-partida a outras informações divulgadas e o tempo que o mercado despenderá até incorporar a nova (GÜTTLER, 2006).

Segundo Siegel (1998), uma empresa sediada em Nova Iorque de nome Investor'sIntelligence, tem como principal forma de avaliação de ativos, nos últimos 50 anos, indicadores de sentimento em relação a perspectiva dos investidores, pontuando jornais especializados em mercado financeiro, baseando seu portfólio de ativos a partir desses indicadores.

Richard Bernstein, ex-diretor do Merrill Lynch, desenvolveu um indicador de sentimento baseado na divulgação de carteiras recomendadas por analistas de mercado e gestores de ativos. Pode-se especular sobre o que aconteceria se mais e mais investidores seguissem os mesmos indicadores de sentimento. Romper com a multidão por muitas vezes pode ser a melhor forma de aumentar os retornos a longo prazo (SIEGEL, 1998).

Muitas vezes o mercado de capitais acaba fugindo da racionalidade das informações econômicas e contábeis, sendo isso explicado pela psicologia da massa que negocia naquele momento, os diferentes tipos de informações que cada agente possui sobre a perspectiva futura dos preços se incorporam aos mesmos (BATISTA, MAIA e ROMERO, 2018).

Van Der Brug, Van Der Eijk e Franklin *apud* Batista, Maia e Romero (2018), analisam a relação entre política e sua influência na economia, e vice-versa, através das eleições e a dependência do desempenho econômico para manutenção dos governantes no poder. Por exemplo, expectativas a respeito da política econômica que poderá ser adotada fornece informações aos agentes sobre perspectivas futuras a respeito dos investimentos. Essas informações podem sinalizar a viabilização dos investimentos em contrapartida a políticas que serão adotadas em relação a impostos, taxa de juros, metas de inflação, leis, interferência do estado na produção, entre outros. Essas informações serão refletidas nos preços das ações. (ACEMOGLU *apud* BATISTA, MAIA e ROMERO, 2018).

O Brasil possui um histórico na deposição de autoridades governamentais. Entre os mais contemporâneos destaca-se a eleição de Fernando Affonso Collor de Mello, em 1989, o qual rapidamente perdeu prestígio popular atingido por denúncias de corrupção, não possuindo as menores condições de comandar o país, sendo deposto em 1992. (SALLUM e CASARÕES, *apud* BATISTA, MAIA e ROMERO, 2018).

Em 2014, a eleição presidencial confirmou a continuidade no poder da então presidente Dilma Rouseff. Durante seu mandato uma série de problemas econômicos e políticos, como diversas acusações contra o governo de corrupção, deu lugar a suspensão por meio do processo de *impeachment*. Apoiado por notável constatação de rejeição por considerável parcela populacional e dos empresários. Confirmava-se o segundo *impeachment* na história da democracia brasileira (BATISTA, MAIA e ROMERO, 2018).

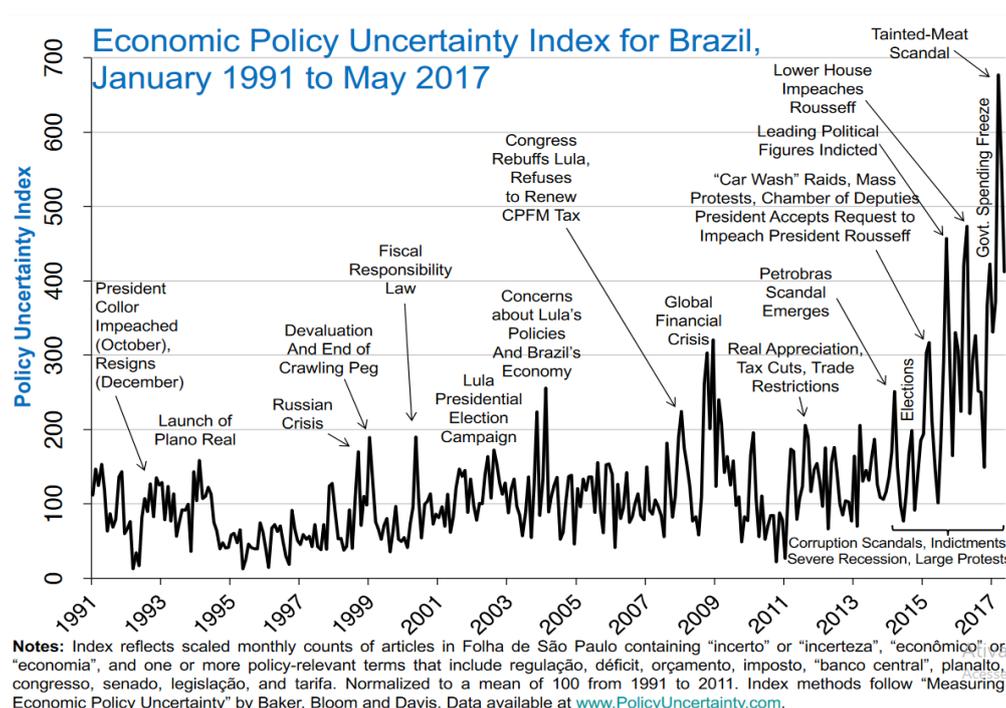
Buscando encontrar interpretações a respeito dessa influência política sobre o mercado de capitais, Baker, Bloom e Davis (2015), criaram um método de "Medição da Incerteza da Política Econômica", que será de muita utilidade nesta pesquisa. As evidências indicam que seus indicadores aproximam os movimentos da incerteza econômica com as incertezas políticas.

Os autores descobriram que a incerteza política aumenta a volatilidade do preço das ações e reduz o investimento e o emprego em setores sensíveis, como defesa, saúde e infraestrutura, nos Estados Unidos e outras 12 grandes economias. Demonstrando uma forte relação entre a medida de incerteza da política econômica e outras medidas de incerteza econômica, como por exemplo, a volatilidade no mercado de capitais. Para isso, obtiveram uma contagem mensal de artigos que contenham termos sobre a *Economy* (E), *Policy* (P) e *Uncertainty* (U).

Para validar os testes, Baker, Bloom e Davis (2015) compararam o índice com outras medidas de incerteza de política e encontraram movimentos muito semelhantes, tanto baseados em jornais de direita e/ou de esquerda, sugerindo que a inclinação política não distorce o índice geral. Os pesquisadores conduziram o estudo utilizando 12.000 artigos selecionados aleatoriamente, extraídos de grandes jornais, e compararam a interpretação humana com a interpretação do sistema automatizado desenvolvido, assim determinaram as palavras chaves para o termo que poderia ser de influência política encontrado nos jornais. Observaram que uma grande variedade de fatores globais e domésticos impulsionam movimentos de incerteza política.

Em suma, o objetivo dos autores é capturar a incerteza sobre quem tomará decisões de política econômica, quais ações de política econômica serão realizadas e quando, e os efeitos econômicos das ações de política (ou inação) - incluindo incertezas relacionadas às ramificações econômicas de assuntos de política "não-econômica", por exemplo, ações militares. Os efeitos estimados sugerem que a elevada incerteza das políticas nos Estados Unidos e na Europa nos últimos anos teve efeitos nocivos sobre o desempenho macroeconômico.

Figura 3. EPU – Índice de Incerteza Política para o Brasil entre 1991 e 2017.



Fonte: BAKER; BLOOM; DAVIS, 2015.

Com a ajuda de Emanuel Ornelas, Claudio Ferraz, Sergio Lamucci, e Jose Scheinkman, foi construído o mesmo Índice de Incerteza Política Econômica para o Brasil. Utilizou-se o jornal Folha de São Paulo a partir de 1991 e em cada mês, foram contados a quantidade de artigos contendo os termos

"incerto" ou "incerteza", "econômico" ou "economia" e um ou mais termos políticos relevantes como: regulação, déficit, orçamento, imposto, banco central, alvorada, planalto, congresso, senado, câmara dos deputados, legislação, lei, tarifa (ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY, 2015). A apresentação dos resultados brasileiros pode ser visualizada na Figura 3.

É notável a crescente volatilidade política, apresentada no gráfico da Figura 3, nos últimos anos tanto em relação a assuntos internos e quanto a assuntos externos. Assim se utilizará da incerteza política como variável que explica os movimentos irracionais dos agentes no mercado de capitais, captando as interferências externas sob o Valor de Mercado Adicionado das empresas.

Essa sequência de eventos é majoritariamente destacada na série EPU original com os seguintes nomes: *Petrobras Scandal Emerges* (escândalo Petrobrás emerge), *Elections* (Eleições de 2014), *“Car Wash” Raids (Processo Lava Jato)*, *Mass protests* (Protestos em massa), *Chamber of Deputies President Accepts Request to Impeach President Rousseff* (Câmara dos Deputados aceita a abertura de processo de impeachment contra a Presidente Dilma Rousseff) e *Leading political figures indicted* (Figuras políticas importantes conduzidas nas investigações sob corrupção).

3. METODOLOGIA

De acordo com Damodaran (2007) existem dois pontos de vistas extremos em um processo de avaliação. O primeiro é que a avaliação é uma ciência exata com pouca margem para opinião ou erro humano, quando bem-feita. E o outro, é que a avaliação é uma arte em que impera a expertise do analista em manipular os números para chegar ao resultado almejado. A solução, entretanto, pode ser encontrada em um meio-termo.

De maneira geral existem métodos utilizados para capturar o valor das empresas e uma variável de risco. Dessa feita, este trabalho construiu algumas variáveis para analisar uma possível associação entre o valor de mercado das companhias e o grau de incerteza política existente no Brasil.

O período analisado será entre 2001-2015 e no total foram reunidas as 87 maiores empresas de capital aberto e listadas na principal Bolsa de Valores do Brasil (B3, antiga BM&FBovespa). Os setores que essas empresas integram são: comércio, atacado e varejo; mineração, petróleo e gás; manufatura (indústria); construção; agricultura, silvicultura, pesca e caça; serviços profissionais, científicos e técnicos; telecomunicações; transporte e armazenagem; setor imobiliário, arrendamento e leasing; software, informática e jogos; artes, entretenimento e recreação; serviços de utilidade pública; e finanças e seguros.

As empresas que compõem a amostras foram escolhidas em função do Patrimônio Líquido, dado que trabalhar com o Ibovespa poderia gerar problemas de análise, uma vez que a metodologia deste índice sofreu alteração a partir de dado momento da série, o que geraria uma quebra estrutural.

Além do mais, convém notar que o Índice Ibovespa é um indicador de mercado que reúne uma pontuação a partir de uma média ponderada do retorno das empresas mais negociadas na B3 durante determinado período e, geralmente, sua composição de ativos muda a cada 4 meses. Funcionando como uma carteira virtual representativa das variações médias do mercado ao longo do tempo, a quantidade de companhias que compõe o índice também varia de acordo com as necessidades e os critérios estabelecidos, e ao longo dos anos analisados muitas empresas se extinguíram ou foram fundidas, impedindo manter uma análise horizontal e longitudinal apropriada.

Em suma, para apurar o valor no que tange aos pontos é feita com base no montante teórico de cada ação multiplicada pelo último preço que fora negociado. Assim, temos:

$$Ibovespa_t = \sum_{i=1}^n P_{i,t} \times Q_{i,t}$$

Onde:

- *Ibovespa* (t) – Que significa índice Bovespa no instante t ;
- n – Que é o número total das ações componentes da carteira teórica;
- P – Caracterizando o último preço da ação “ i ” no instante t ;
- Q – Que é a quantidade teórica da ação “ i ” na carteira no instante t .

Dessa feita, para ser uma ação utilizada na composição do índice Ibovespa, a mesma deve seguir alguns critérios:

- A soma do volume de negócios numa relação de ações deste período precisa ser superior a 80% do valor somado englobando todos os índices individuais;
- O volume financeiro precisa ser maior que 0,1% do total negociado na BM&FBovespa;
- É obrigatório ser negociado em mais de 80% do número total de pregões no período.
- No caso de alguma ação tenha seus negócios suspensos, o Ibovespa utiliza o preço do último negócio registrado até que se normalize às negociações do ativo. E se no período de 50 dias contados desde a data da suspensão não volte a ser negociado o Ibovespa excluirá a ação de sua carteira e fará os ajustes que se necessitam.

Para evitar tais variações, optou-se como critério de seleção da amostra trabalhar com as 87 maiores companhias da B3 a partir do Patrimônio Líquido, em detrimento também de outros critérios como total de ativos, já que o PL já reflete o total de ativos menos total de passivos de uma firma, ou seja, a diferença entre bens, direitos e obrigações.

Como a composição de empresas do Ibovespa muda ao longo do ano, optou-se por acompanhar a variação anual média do mesmo para escolher da quantidade de firmas selecionadas para cada ano. Isso contribui para que o valor fique em paralelo com o Valor de Mercado divulgado pela B3.

Ademais, os seguintes dados farão parte do presente estudo:

- O Valor Patrimonial das empresas listadas na B3: variável medida pela diferença do total de ativos e passivos divulgados anualmente pelas companhias através das Demonstrações Contábeis, valores obtidos na Bloomberg²;
- O Valor de Mercado das empresas listadas na B3: calculado por meio dos valores divulgados pela bolsa no final de cada mês e captados na própria B3;
- O Valor de Mercado Adicionado: estimado a partir da diferença entre o Valor de Mercado e o Valor Patrimonial das empresas escolhidas para cada ano;

² Dados recebidos em forma de cortesia gentilmente cedidos pelo Dr. Thiago Sousa Barros.

- O Índice de Incerteza Política (EPU): construído por Baker, Bloom e Davis (2015), e contemplando aspectos que dão nome ao termo (*Economy* (E), *Policy* (P) e *Uncertainty* (U), como já melhor delineado acima), este indicador é medido mensalmente e capta a volatilidade política e econômica a partir da contagem de notícias de jornais. Como já observado no capítulo anterior, as buscas que alimentam este índice obedecem a termos de busca como "incerto" ou "incerteza", "econômico" ou "economia" e um ou mais termos políticos relevantes como: regulação, déficit, orçamento, imposto, banco central, alvorada, planalto, congresso, senado, câmara dos deputados, legislação, lei e tarifa. Para o Brasil, o jornal folha de São Paulo foi a fonte utilizada pelos autores para erigir o índice, com a contribuição dos pesquisadores brasileiros Ornelas, Ferraz Lamucci e Jose Scheinkman. Todos estes dados para o hiato temporal estipulado estão disponíveis no site da Economic Policy Uncertainty, uma espécie de *big data* internacional para estudos de âmbito político.

Por fim, destaca-se que os valores foram devidamente deflacionados utilizando a base do IPCA, 2001-2015, divulgada pelo IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica e Aplicada). Dessa forma, este estudo busca interpretar as possíveis relações entre as informações contábeis, o valor de mercado e uma variável de risco ou incerteza representada pelo índice EPU.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Por meio de um cálculo simples de médias, desvio padrão, captura dos pontos máximos e mínimos, além da variação média, todos anuais, foram construídos gráficos e a busca por eventos políticos com cobertura jornalística que possam explicar as variações no Valor de Mercado Adicionado das empresas.

A Tabela 1 apresenta as médias gerais, o desvio padrão, o coeficiente de variação, os pontos máximos e mínimos, além da variação média das variáveis EPU, Ativos, Passivos, PL, Valor de Mercado, VMA e *Market-to-book*. Os gráficos foram agrupados de maneira anual, sendo os pontos de máxima e mínimo a média máxima ou mínima de um ano durante o período pesquisado.

Tabela 1. Médias Gerais.

	Média	Desvio Padrão	Coef. Variação	Máx.	Ano Máx.	Mín.	Ano Mín.	Variação média
Ativos	1.496	910	0,61	2.628	2.010	329	2.002	14%
Passivos	448	322	0,72	922	2.012	98	2.002	17%
PL	1.048	619	0,59	1.937	2.010	230	2.002	13%
Valor de Mercado	1.251	657	0,53	1.934	2.014	282	2.002	16%
VMA	203	261	1,28	807	2.015	-235	2.009	99%
Market-to-Book	1,25	0,24	0,19	1,81	2.015	0,86	2.009	5%
EPU	131	38	0,29	457	2.015	22	2.010	13%

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.³

O comportamento da variação média das variáveis Valor de Mercado Adicionado e *Market-to-book* chamam a atenção por seus valores serem os mais distantes das outras variações médias e em pontos opostos numa escala de 0 a 100. As demais variáveis, apontam uma variação média positiva em torno de 15%, o que demonstra um comportamento um pouco mais comum entre elas.

Em primeiro plano, será apresentado o comportamento das variáveis seguindo a ordem de apresentação do referencial teórico de maneira individual e por último será analisado o comportamento do Valor de Mercado Adicionado com o EPU e a identificação de eventos que explique essa relação durante o período estudado.

³ *Média, Desvio Padrão, Máxima e Mínima de: Ativos, Passivos, PL, Valor de Mercado e VMA em bilhões de reais (R\$);

**Média, Desvio Padrão, Máxima e Mínima de: EPU e Market-to-Book e Coeficiente de Variação em números decimais

No Quadro 1, é possível visualizar o comportamento da Soma dos Ativos, Passivos e Patrimônio Líquido, suas variações e a quantidade de empresas escolhidas para cada ano.

Quadro 1. Resumo dos Valores Contábeis das Empresas.

Ano	nº Empresas	Soma dos Ativos	Variações nos Ativos	Soma dos Passivos	Variações nos Passivos	Patrimônio Líquido Total	Variações PL
2001	47	379.909.709.509,22		111.919.816.296,09		267.989.893.213,13	
2002	48	329.120.981.676,45	-13%	98.484.154.545,01	-12%	230.636.827.131,44	-13,94%
2003	45	411.120.928.095,07	25%	109.176.194.085,94	11%	301.944.734.009,13	30,92%
2004	45	492.425.543.986,96	20%	120.919.223.510,66	11%	371.506.320.476,30	23,04%
2005	47	634.566.115.209,48	29%	135.132.814.184,83	12%	499.433.301.024,65	34,43%
2006	47	930.077.553.682,83	47%	205.688.190.224,46	52%	724.389.363.458,37	45,04%
2007	54	1.355.253.606.813,26	46%	320.206.249.946,26	56%	1.035.047.356.867,00	42,89%
2008	59	1.462.490.120.012,29	8%	348.102.172.536,26	9%	1.114.387.947.476,03	7,67%
2009	58	2.133.519.112.931,98	46%	482.786.146.300,27	39%	1.650.732.966.631,71	48,13%
2010	55	2.628.498.030.986,19	23%	690.613.188.413,39	43%	1.937.884.842.572,81	17,40%
2011	62	2.525.005.389.654,82	-4%	656.588.510.040,91	-5%	1.868.416.879.613,90	-3,58%
2012	63	2.597.026.396.805,75	3%	922.491.688.189,12	40%	1.674.534.708.616,63	-10,38%
2013	65	2.453.554.033.144,86	-6%	880.615.456.712,03	-5%	1.572.938.576.432,83	-6,07%
2014	67	2.390.397.357.692,74	-3%	916.354.161.602,94	4%	1.474.043.196.089,81	-6,29%
2015	61	1.724.139.143.054,72	-28%	726.538.781.186,77	-21%	997.600.361.867,96	-32,32%
Média	55	1.496.473.601.550,44	14%	448.374.449.851,66	17%	1.048.099.151.698,78	13%

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

A escolha da quantidade de empresas por ano seguiu a média de firmas que compulsaram o índice Ibovespa no mesmo, ao final da amostra a média de empresas utilizadas por período foi de 55, sendo que a soma dos seus ativos foi em média quase R\$ 1,5 trilhão e dos seus passivos de quase R\$ 500 bilhões, resultando em uma soma média de Patrimônio Líquido um pouco mais que R\$ 1 trilhão por ano.

Em termos de variação anual, a média foi de 14% para os ativos, 13% para o Patrimônio Líquido e 17% nos passivos, isso demonstra que durante o período analisado houve um crescimento médio dos passivos maior que dos ativos, contribuindo para uma redução do Valor Patrimonial das empresas, um sinal de perda de riqueza. Principalmente após o ano de 2011, em que os ativos tiveram apenas uma variação positiva em 2012, enquanto os passivos tiveram um crescimento de 40% no mesmo ano. Período em que o Patrimônio Líquido apresentou apenas quedas consecutivas.

As maiores variações positivas de ambos ocorreram nos anos de 2006 e 2007 e posteriormente em 2009, conseqüentemente foram os anos com maiores variações no Patrimônio Líquido, média de 45% nos 3 anos. Já os pontos mínimos encontram-se no início (2002) e no final (2015) da série de tempo estudada, suas variações no Patrimônio Líquido foram de -13% e -32% respectivamente.

Como pode se notar no Gráfico 1 abaixo tanto Ativos, Passivos e Patrimônio Líquido, tiveram variações no mesmo sentido em quase toda a série, exceto em 2012 e 2014, motivados principalmente por alterações no comportamento dos Passivos, que em 2012 cresceu abruptamente 40% e em 2014 seguiu direção oposta aos Ativos e Passivos, aumentando enquanto os outros decaíram.

Pode-se observar também que todas as variáveis apresentaram pontos máximos e mínimos com considerável distância em valor absoluto, esses momentos extremos serão destaques na análise abaixo,

identificando os eventos que os proporcionaram. Em termos gerais, as variáveis apresentaram um comportamento gráfico parecido, porém em dois momentos de alta incerteza política o Valor de Mercado Adicionado reagiu de maneiras distintas, em 2009 durante a alta incerteza política houve diminuição considerável no Valor de Mercado Adicionado, já em 2015 outro momento de alta incerteza política houve aumento considerável no Valor de Mercado Adicionado.

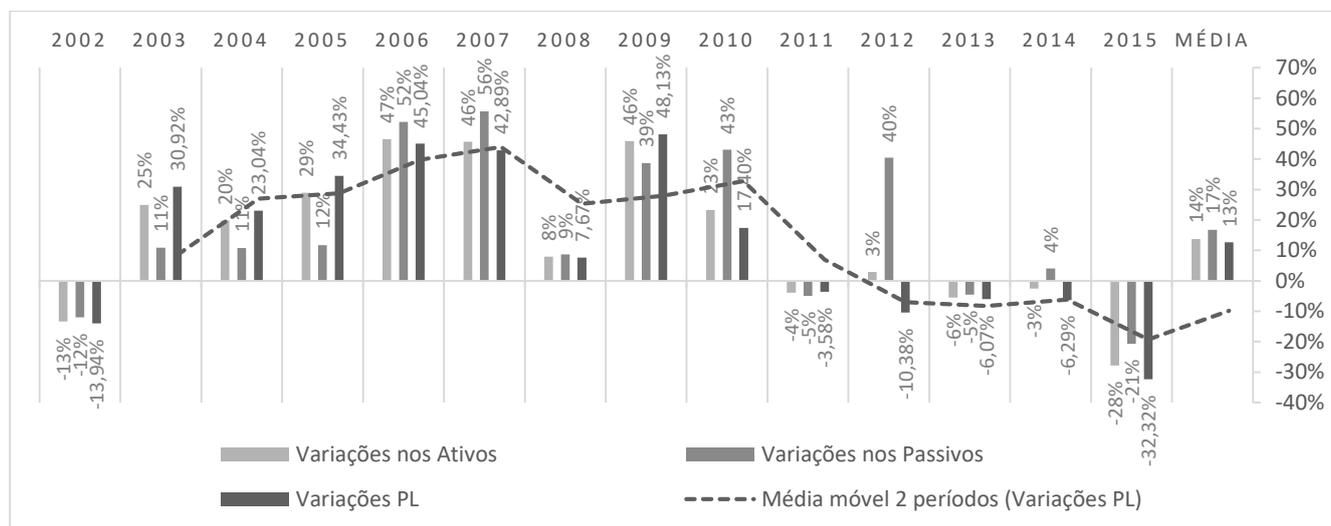


Gráfico 1. Gráfico das variações nos Ativos, Passivos e Patrimônio Líquido das Empresas.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Em termos absolutos, é possível identificar o impacto das variações descritas acima, com destaque para o último 1/3 da série, em que houve expressivo decaimento de valor em todas as variáveis, uma perda de quase R\$ 1 trilhão entre 2010 e 2015 em Patrimônio Líquido. Um aumento de aproximadamente R\$ 36 bilhões nos Passivos, contra uma perda de R\$ 906 Bilhões em Ativos. As flutuações podem ser acompanhadas pelo Gráfico 2 abaixo:

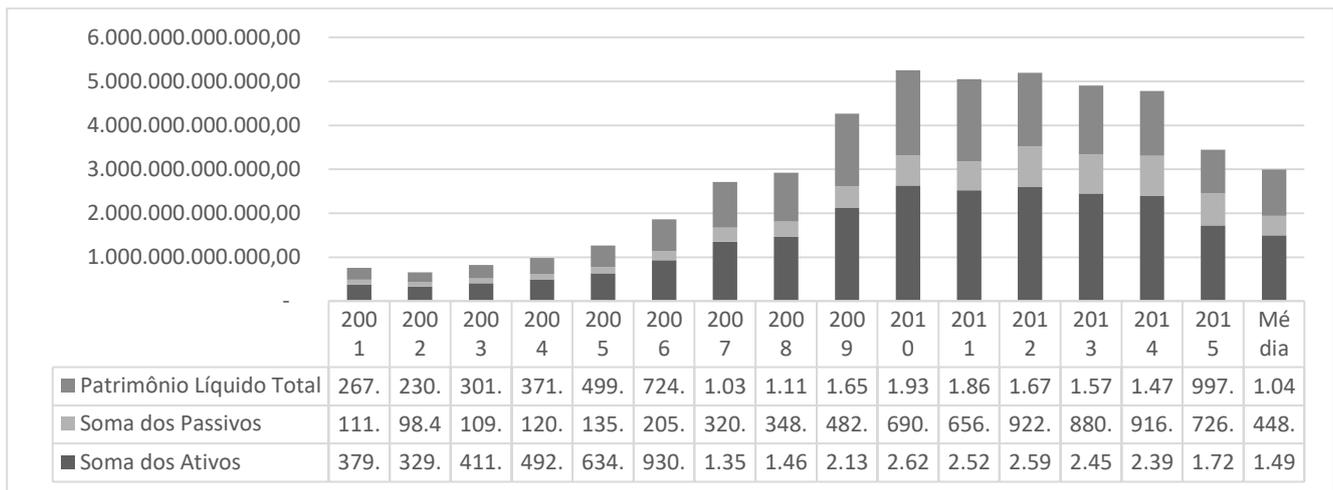


Gráfico 2. Gráfico das mutações dos dados contábeis das empresas.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Observou-se também um crescimento vertiginoso nos primeiros 2/3 da série, de mais de R\$ 2,2 trilhões nos ativos, quase R\$ 600 bilhões nos passivos e praticamente R\$ 1,7 trilhões no Patrimônio Líquido, um crescimento de 462%, 331% e 515% respectivamente entre esses 10 anos.

O Valor de Mercado disponibilizado pela B3 acompanha os movimentos dos itens dos balanços descritos acima, reforçando o referencial teórico de que os métodos de avaliação devem convergir para um mesmo valor.

Ademais, é possível inferir que houve uma antecipação por parte do mercado no final de 2008 em relação a perda de valor que só foi apresentado nos balanços a partir de 2010, entretanto, ao longo dos anos seguintes o valor de mercado retornou a padrões de 2008, mantendo-se lateralizado até apresentar uma queda um pouco mais acentuada em 2015. Como pode ser visto no Gráfico 3 abaixo:



Gráfico 3. Gráfico do Valor de Mercado das Empresas.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Em termos absolutos houve um crescimento de mais de R\$ 1,4 trilhões de Valor de Mercado entre janeiro de 2001 e maio de 2008, um salto de R\$ 337 bilhões para quase R\$ 2 trilhões, representa 468% de crescimento. Mais expressivo é a queda para R\$ 1 trilhão em novembro do mesmo ano, uma redução de 45% em 6 meses, ou seja, uma destruição de 62% do valor criado em 8 anos em apenas meio ano. Essas oscilações podem ser melhores visualizadas no Gráfico 4 abaixo:

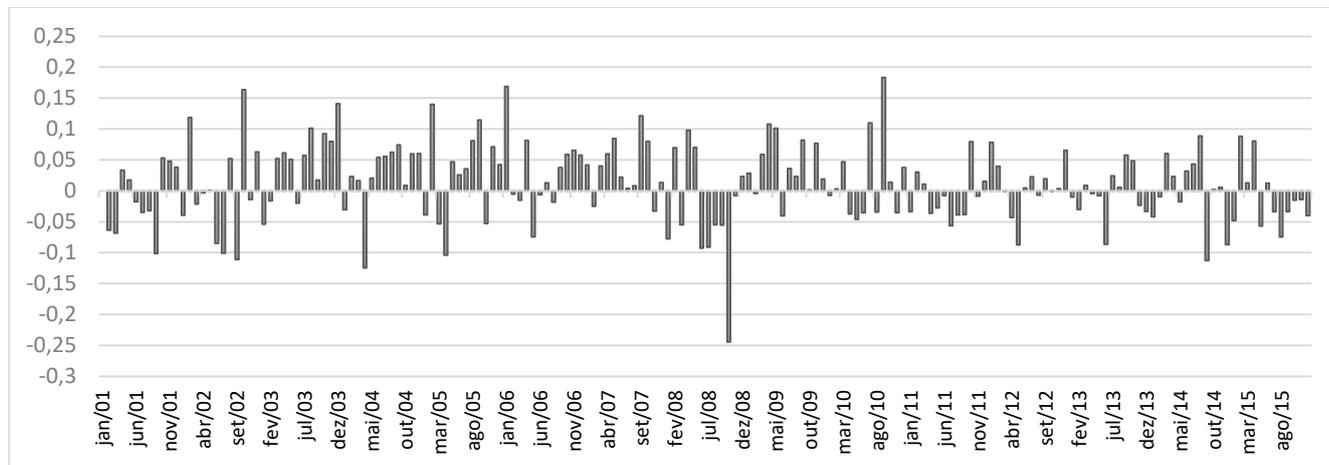


Gráfico 4. Variação do Valor de Mercado das Empresas.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

É possível identificar uma série de quedas em 2008, acumulando uma perda de 49% entre junho de 2008 e fevereiro de 2009, seguida por altas expressivas no final do mesmo ano, em torno de 10% por dois meses seguidos, que podem ser vistas como correções dos valores por parte dos agentes de mercado.

A mesma sequência de quedas pode ser observada no ano de 2015, acumulando uma perda de 25% entre maio e dezembro.

Como consequência da movimentação tanto dos componentes dos balanços quanto o valor de mercado das empresas, o Valor de Mercado Adicionado, acompanhou a movimentação dos mesmos nos idênticos períodos: subiu nos primeiros anos, sofreu uma forte queda, se manteve lateralizado por 5 anos para novamente apresentar uma queda acentuada. Entretanto as causas dos seus maiores valores e variações se deu em um momento mais por contribuição do crescimento do valor de mercado das empresas e por uma forte queda do mesmo, e em outro momento por uma queda conjunta do Valor Patrimonial e o Valor de Mercado.

Durante todo o período houve uma geração de R\$ 36,68 trilhões em Valor de Mercado Adicionado, sendo que R\$ 19 trilhões foram criados até o último trimestre de 2008 seguido por quedas consecutivas de R\$ 4 trilhões entre 2009 e 2011. Em média, houve um crescimento trimestral de R\$ 200 bilhões. Como pode ser verificado no Gráfico 5 abaixo:

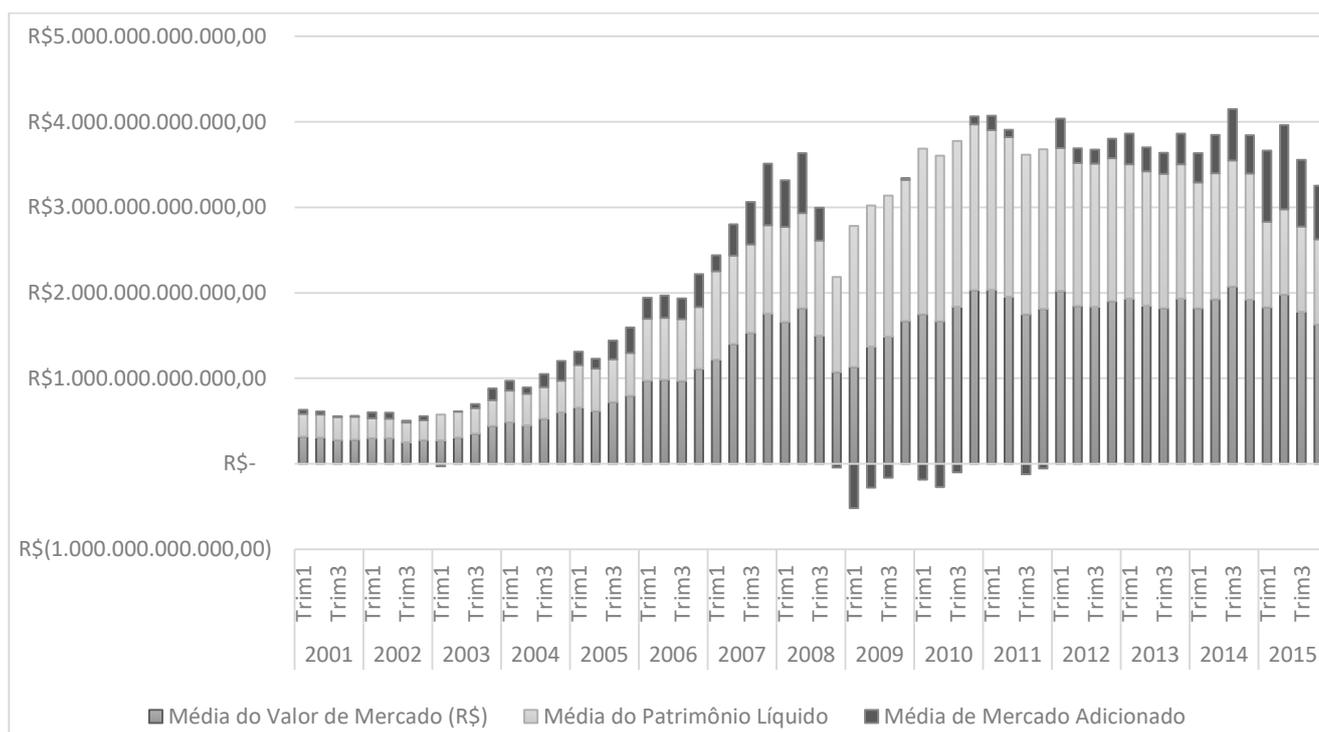


Gráfico 5. Gráfico das variações do Valor de Mercado Adicionado.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

As variações do Valor de Mercado Adicionado foram altamente voláteis, atingindo uma média de 99% entre um ano e outro, e uma média de 11,5% nas variações trimestrais. Suas principais mudanças

ocorrem em 2009 com um crescimento de 120% e em 2012 com uma queda de 58,5%. Essas variações podem ser constatadas no Gráfico 6 abaixo:

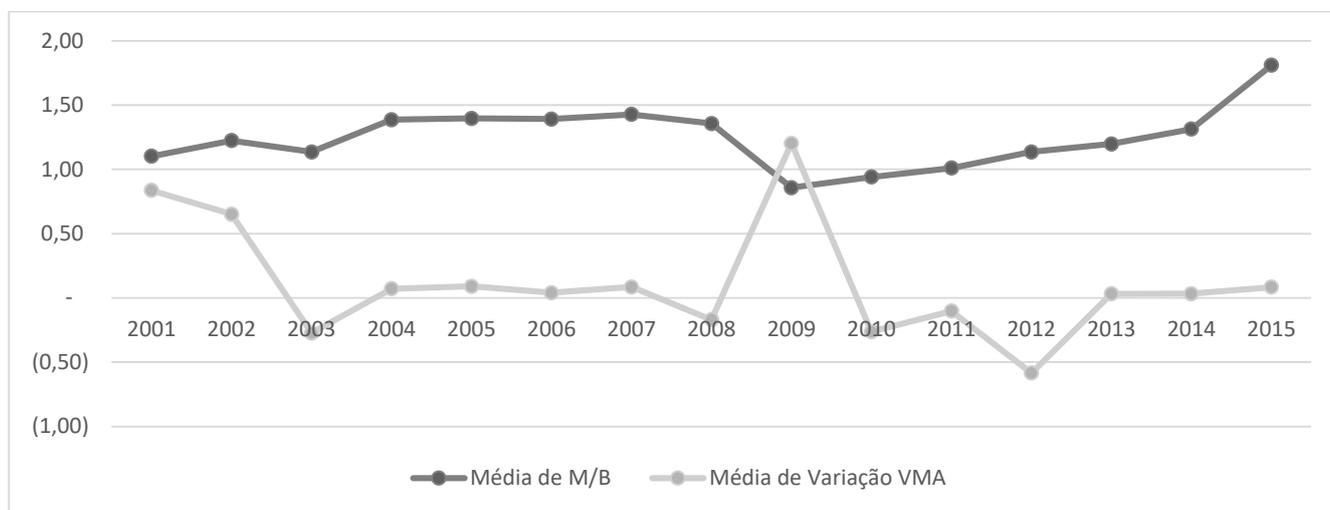


Gráfico 6. *Market-to-book* e variação média do Valor de Mercado Adicionado.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

É possível observar também a partir do Gráfico 6 (acima), que o *Market-to-book*, demonstrou comportamento parecido as variações do Valor de Mercado Adicionado, e foi influenciado pelas mudanças no mesmo principalmente no ano de 2009, justamente aquele em que houve a maior variação da série em termos de VMA. Além disso, foi o único período em que o *Market-to-Book* apresentou valores menores que 1, ou seja, o Valor de Mercado foi durante 2009 e 2010, menor que o Valor Patrimonial.

Em média esse valor foi de 1,25, ou seja, geralmente o mercado tem precificado as empresas 25% acima do seu valor patrimonial. Isso vai de encontro com Siegel (1998), que diz que o *Market-to-book* pode facilmente exceder 1, uma vez que a própria valorização do capital é um item do balanço, e que muitas empresas possuem excedente de capitais sobre suas vendas anuais, isso pode ocorrer por uma expectativa de longo prazo por parte dos investidores.

O comportamento do indicador de incerteza política (EPU), apresentou um comportamento similar as demais variáveis. Com crescimento na primeira parte da série, seguida de um relativo período de estabilidade por 3 anos, entre 2005 e 2007, seguida por uma alta com um pico em 320 pontos, seguido novamente por uma época de relativa estabilidade até atingir uma nova máxima, a maior da série, de 457 pontos em 2015.

Trimestralmente, o EPU apresentou em média 131 pontos, oscilando entre uma mínima de 22 pontos em 2011 e a máxima de 457 pontos em 2015. Pode-se dizer que a partir de 2012 a média anual cresceu mais de 200%. Essas variações podem ser visualizadas no Gráfico 7 abaixo:

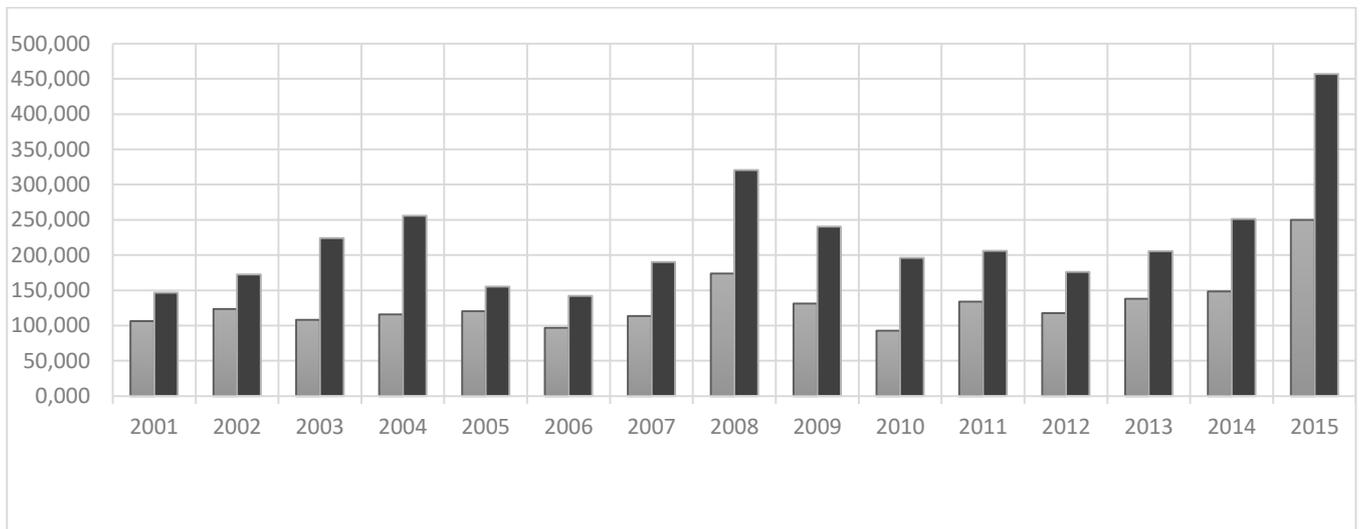


Gráfico 7. Gráfico da média trimestral do EPU e a máxima em um mês de cada ano.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Ao plotar o Valor de Mercado Adicionado e o EPU no mesmo gráfico, que pode ser visualizado abaixo através do Gráfico 8, seus comportamentos não apresentam um padrão no mesmo sentido ao longo da série.

No primeiro momento, entre 2001 e o 1º trimestre de 2008, a relativa baixa incerteza política foi acompanhada de uma grande geração de Valor de Mercado Adicionado. Na sequência, o ano de 2008 apresentaria a segunda maior taxa de volatilidade trimestral durante toda a série do EPU ao mesmo tempo que se apresentou a maior queda do Valor de Mercado Adicionado, esse quadro de maior redução do VMA se deu até início de 2012, acompanhado de relativa estabilidade do EPU, entretanto foi a partir do 2º trimestre de 2013 que o índice começa uma escalada de volatilidade atingindo o topo da série em setembro de 2015. Porém dessa vez a alta volatilidade foi acompanhada de um crescimento no Valor de Mercado, exceto pelos dois últimos trimestres, justamente após a máxima histórica.

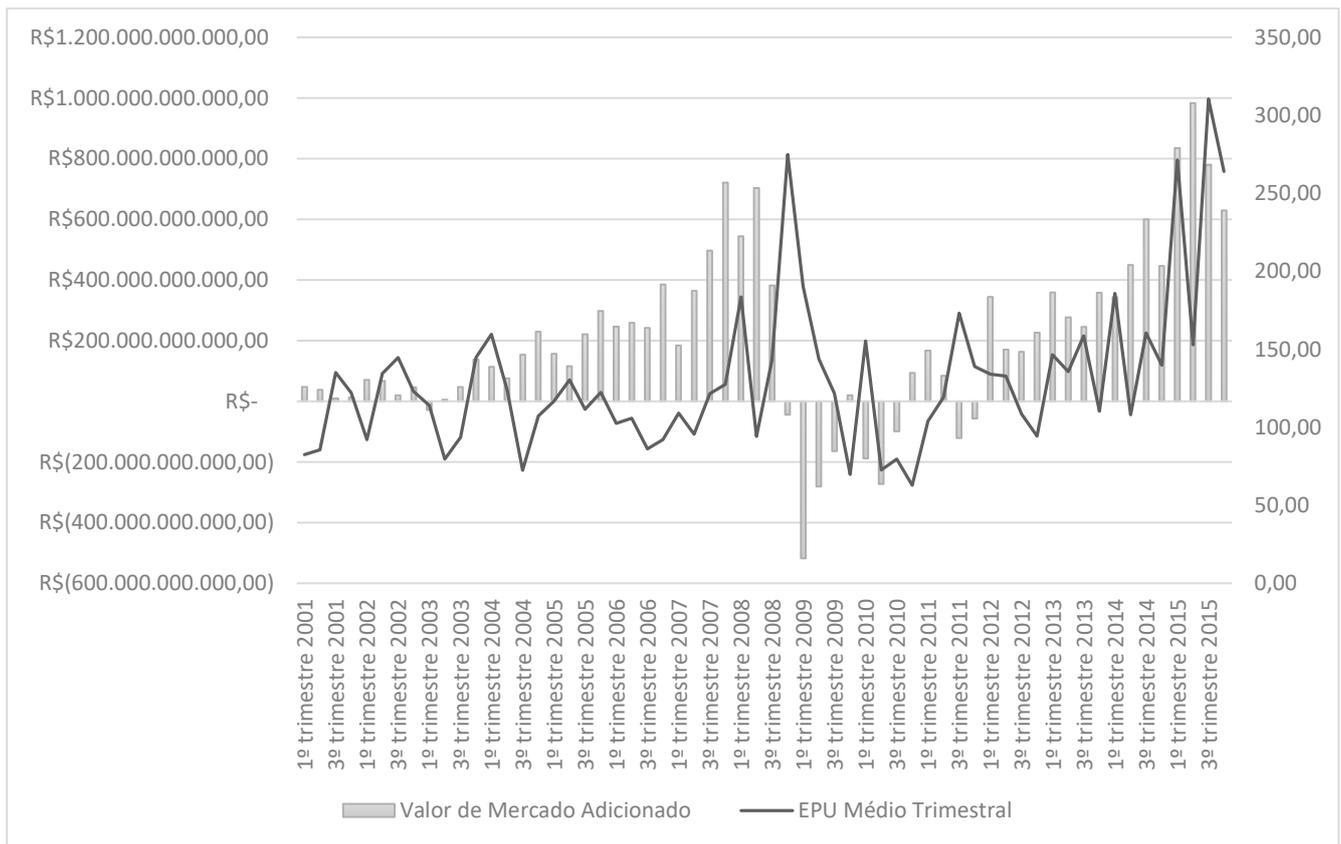


Gráfico 8. Gráfico do Valor de Mercado Adicionado e EPU médio trimestral.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

São inúmeros os eventos que podem ter afetado a volatilidade do EPU durante esse período, sejam eles internos ou externos, vale destacar que em momentos distintos eventos de cunho parecido como eleições, guerras e/ou atentados, escândalos de corrupção, acontecimentos e crises externas, entre outros, resultaram em deslocamentos diferentes no índice, demonstrando que os agentes econômicos utilizam de diferentes medidas em diferentes épocas sobre temas parecidos, não podendo assim inferir um padrão de comportamento no que diz respeito ao “sentimento” do investidor.

Entretanto, é possível a partir da constatação de que o *Market-book* esteve abaixo e mais próximo de 1 durante o período que compreende as crises financeiras de 2008 a 2012, ou seja, é possível que os agentes financeiros acompanhem mais os valores contábeis ao precificar as empresas do que o movimento de massas do mercado durante crises, ou por outro lado, pode ter ocorrido uma fuga de investidores levados por momentos de euforia do mercado no período anterior, ou até mesmo a fuga de investidores estrangeiros para ajustar posições em outros mercados. Seria interessante em estudos futuros avaliar o comportamento das classes de investidores durante as incertezas políticas.

Baker, Bloom e Davis (2015) destacam em sua série do EPU para o Brasil entre 2001 e 2003, a campanha presidencial e vitória do então Presidente Luiz Inácio “Lula” da Silva, principalmente no que diz respeito a quais medidas macroeconômicas seriam tomadas durante seu mandato, como os principais propulsores nas oscilações do índice de incerteza política.

A geração de Valor de Mercado Adicionado para o mesmo período foi de maneira discreta em comparação a toda a série. Segundo Julio e Yook *apud* Baker, Bloom e Davis (2015) o investimento privado cai em torno das eleições nacionais norte americanas, o mesmo evento pode ter ocorrido no Brasil durante esse período de acordo com o baixo nível de Valor de Mercado Adicionado.

Além da transição governamental que movimentou o país, outros eventos foram destaques entre os jornais, entre eles vale lembrar da explosão da plataforma de petróleo P-36 no estado do Rio de Janeiro, a crise energética e de racionamento no país, suspeita de fraude no painel eletrônico do Senado, restrições às exportações de carne devido a Crise da Vaca Louca, lançamento do Bolsa Família e o assassinato do prefeito Celso Daniel.

Vale destacar também outros eventos que os próprios autores ressaltaram para outros países, tais como: o Atentado as Torres Gêmeas, crise econômica na Argentina, invasão ao Afeganistão e Iraque por parte dos EUA, a deposição de Gonzalo Sánchez de Lozada então presidente da Bolívia, Nestor Kirchner como presidente na Argentina, início da circulação do Euro, e a queda no preço do petróleo para US\$ 18,6, foram destaques nos jornais porém não creditaram níveis de incerteza política fortes o suficiente para causarem grandes deslocamentos no EPU brasileiro segundo os autores.

O período entre 2004 e 2008, compreende vários acontecimentos importantes no âmbito político, mesmo que com relativa estabilidade na incerteza política demonstrada pelo EPU, o que sugere um momento de tranquilidade em relação ao comportamento dos investidores em relação a essas notícias, acompanhado de forte crescimento por parte do Valor de Mercado Adicionado, pode-se dizer que esse foi um momento de euforia e otimismo, já que a maior média (1,40) do *Market-to-book* aconteceu exatamente nessa época, ou seja, os agentes estavam precificando as empresas 40% a mais que o seu Valor Patrimonial.

Segundo Akanji (2017), a estabilidade econômica e política a partir de 2003 parecia descrever o início de um padrão de crescimento vigoroso, seguido por intenso fluxo de capitais provenientes do exterior, gerando crescimento do Valor de Mercado das firmas brasileiras (OGBEIDE; AKANJI, 2018).

Ocorreram nessa época fatos de grande importância não relatados na série original do EPU para o Brasil, tais como: o ajuste de importantes figuras políticas internacionais entre elas, destaca-se: Lula

II (Brasil, 2006), Bush II (EUA, 2004), Angela Merkel (Alemanha, 2005), Hugo Chavez (Venezuela, 2006) e Cristina Kirchner (Argentina, 2007); ampliação do bloco de livre comércio europeu; eleições municipais brasileiras; o maior assalto ao Banco Central do Brasil; os dois maiores acidentes aéreos da história da aviação brasileira (TAM e GOL); recessão na Colômbia; Ataques e atentados em São Paulo (2006), Madrid (2004), Moscou (2004) e Londres (2005); além da escolha do Brasil como sede da Copa do Mundo da Fifa 2014.

Vale destacar principalmente o início dos casos de corrupção e escândalos políticos que viriam a ser recorrentes, por exemplo, o caso conhecido como Mensalão nome dado por se tratar de uma espécie de mesada cobrada por deputados para aprovarem projetos, as denúncias feitas por Roberto Jefferson, culminaram na renúncia do então Ministro Chefe da Casa Civil, José Dirceu; Renan Calheiros, então Presidente do Senado; Antonio Pallocci, Ministro da Fazenda; o próprio Roberto Jefferson, entre outros. Esses elementos não foram suficientes para causarem grandes variações no EPU durante esse período. Essa aparente tranquilidade pode ter ocorrido pelo consenso em relação as políticas macroeconômicas que foram as principais responsáveis pela volatilidade nos anos anteriores.

Outros eventos que ocorreram em 2004 foi o surgimento de duas plataformas digitais, Facebook e YouTube, essas e outras novas ferramentas de comunicação poderiam ter provocado mudanças no cotidiano suficientemente grandes para gerarem maiores volatilidades futuras ao índice EPU ao mudar a forma de consumir conteúdo jornalístico por parte das pessoas. Arruda, Girão e Lucena (2015) apontam que as redes sociais podem afetar o nível de assimetria informacional entre os mercados. Eles fizeram um levantamento utilizando redes sociais no mercado brasileiro e norte-americano em 2012.

O período seguinte, de 2008 até 2012, apresentou a maior queda consecutiva no Valor de Mercado Adicionado e altos índices de volatilidade do EPU. O ponto máximo ocorreu entre outubro e dezembro de 2008, a crise financeira conhecida como *Subprime* abalava o mercado americano e gerava efeitos de pânico ao mercado global (ALBERINI e BOGUSZEWSKI, 2008). O preço do petróleo colapsou de uma máxima histórica a US\$ 133,87 para US\$ 41,58 em 6 meses, seu valor retornaria para acima de US\$ 100 em 2011.

CAVALCA *et al* (2017) acompanharam as oscilações do IBrX-100, um índice parecido com o Ibovespa que aborda as 100 maiores empresas da bolsa, e inferiu que as oscilações das ações coincidiram com oscilações dos ciclos de negócios brasileiro, especialmente em momentos de crise.

Em respeito ao Brasil, mesmo com o anúncio de que o país seria a sede dos Jogos Olímpicos de 2016, no Rio de Janeiro. Foram tempos turbulentos no que se diz respeito a notícias políticas, em 2008

o congresso rejeitou a manutenção da tarifa conhecida como CPMF, evento destacado por Baker, Bloom e Davis (2015).

Mesmo que após 7 anos das primeiras denúncias do Mensalão em 2005, apenas em 2012 se deu início ao julgamento do processo, apesar dos casos de corrupção o partido de posição consegue vencer as eleições em 2010, Dilma Rousseff era eleita a Primeira Presidente da República. No mesmo ano que tomava posse, seu então Ministro Chefe da Casa Civil, Antônio Pallocci renunciava pela 2ª vez em sua vida política como ministro.

Nos anos seguintes a 2008, a Europa viveu 3 anos de crise econômica, principalmente por aqueles países conhecidos como PIGS (Portugal, Itália, Grécia e Espanha), levando a onda de protestos por parte de suas populações, possivelmente esse foi um efeito cascata gerado pela crise *Subprime*. Outro possível efeito cascata a crise *Subprime* foi o rebaixamento na nota de confiança aos títulos do Tesouro Norte Americano pela primeira vez na história divulgados pela *Standard and Poor's*. As mudanças ocorridas na Casa Branca em 2008 com a eleição do presidente Barack Obama, traria novas manchetes a respeito de discussões da política fiscal norte americana em 2012. Outro evento que poderia causar incerteza a continuidade de políticas econômicas foi a RIO+20, um fórum para a discussão e definição de metas a respeito da política de produção sustentável e redução de emissões de carbono.

Baker, Bloom e Davis (2015), destacam a política macroeconômica como a apreciação do real e queda na taxa de juros, a mínimos históricos para aquela época de 7,25%, como os principais eventos em meados de 2012. Eram tentativas de estímulos para aquecer uma economia que viveu sob algumas greves a se destacar a greve nas universidades públicas e a greve dos trens metropolitanos. Ciclano (ANO), indica que a taxa de juros é o principal indicador para previsão do Valor de Mercado Adicionado, uma vez que os gestores serão influenciados em manter maior cobertura em juros ou não dependendo de suas taxas para gerar maiores retornos aos acionistas, afetando assim a criação de valor para a empresa (PANDYA, 2016).

Na pesquisa de Baker, Bloom e Davis (2015), os resultados do VAR para os Estados Unidos, indicam um aumento real no EPU entre 2005-06 e 2011-12, a respeito da incerteza política relacionada a medidas da política fiscal que seria seguida pelo governo norte americano. Uma interpretação da evidência micro e macro de que a incerteza política retarda o investimento, a contratação e o crescimento em setores sensíveis às políticas, como a defesa, a saúde e a construção, e estes setores são suficientemente importantes para que a incerteza política seja importante a nível agregado. Naturalmente, quando a incerteza diminui, as empresas aumentam a contratação e o investimento para atender à demanda reprimida.

As greves e manifestações de 2012 se intensificam em 2013, nos protestos conhecidos como Manifestações de Junho. Da-se início a um movimento de alta na incerteza política medida pelo EPU seguido dessa vez, ao contrário da última máxima, por um movimento de alta no Valor de Mercado Adicionado.

Tais manifestações voltaram a ocorrer durante a Copa do Mundo de Futebol de 2014, ocorrida no Brasil. Ainda sob forte pressão Dilma Rousseff se reelegeu Presidente da República no mesmo ano, que coincidia com o fim do processo do julgamento do Mensalão e o início da Operação Lava Jato, uma operação que iniciou sua investigação sob doleiros que realizavam lavagem de dinheiro e encontrou conexões entre membros do alto escalão político brasileiro relacionados a empreiteiras e a Petrobrás, culminando na prisão do ex-presidente Lula anos mais tarde.

O “panelaço” ocorrido durante a transmissão de um pronunciamento oficial da presidente demonstrava o sentimento de descontentamento da população com a então autoridade máxima do país, a renúncia do ministro José Genoíno e da diretora da Petrobrás, Maria das Graças Foster, somados a uma inflação de mais de dois dígitos foram elementos que antecederam a abertura do processo de *Impeachment* contra a então presidente Dilma Rousseff, atingindo assim o ponto máximo da série histórica do EPU junto ao ponto máximo de Valor de Mercado Adicionado, pode-se dizer que provavelmente o mercado precificou a troca de governante máximo da nação positivamente para a geração de riqueza para as empresas no futuro.

Marques (2016) desenvolveu um algoritmo de busca por notícias na internet baseado em eventos e mede o impacto desses eventos no Ibovespa utilizando um modelo de heterocedasticidade condicional autoregressiva (GARCH), concluiu que somente a notícia da abertura do processo de *impeachment* causou impactos anormais nos retornos do mercado financeiro. Os demais assuntos estavam relacionados a notícias envolvendo a China.

Ao final do ano de 2015, no âmbito internacional a paralisação do governo norte americano, a crise na Venezuela pós morte de Hugo Chavez e a queda do preço do petróleo de acima de US\$ 100 para US\$ 37,72, foram os destaques. No Brasil outro fato marcante foi o rompimento da Barragem do Fundão em Bento Rodrigues, em Mariana Minas Gerais, marcando o que seria o maior desastre ambiental da história brasileira. Entretanto após a forte tuburlência no EPU devido ao *impeachment*, esses eventos registraram forte relevância, entretanto não foram suficientemente fortes para romper com a máxima já antigida pelo EPU meses antes.

É importante destacar que durante essa etapa final da série entre 2011 e 2015, principalmente nos últimos dois anos o comportamento do Valor de Mercado Adicionado subiu consecutivas vezes, ultrapassando os patamares da Crise de 2008.

Diante de todos os eventos apresentados e a ligação deles com as variações tanto do EPU quanto do Valor de Mercado Adicionado, observou-se que os momentos de maior instabilidade na incerteza política apresentous nos níveis mais altos proximidade de datas em que se determinariam ou criariam dúvidas a respeito da política macroeconômica que seria seguida pelo representante máximo do país e também pela crise financeira global de 2008, que indiretamente também poderia afetar a política macroeconômica devido a quantidade de incentivos fiscais gerados na época por diversos países.

Esses momentos coincidiram com respostas diferentes por parte do Valor de Mercado Adicionado e do *Market-to-book*, sendo que na primeira eleição, em 2002, o Valor de Mercado Adicionado foi baixo se considerado toda a série e o *Market-to-book* esteve próximo a 1; durante as consecutivas crises econômicas internacionais o Valor de Mercado Adicionado teve forte queda e depois algumas recuperações, durante esse mesmo período foi a única vez em que o *Market-to-book* esteve abaixo de 1;

Por outro lado, na sequência de eventos entre 2013 e 2015 que antecederam a abertura do processo de *impeachment* o Valor de Mercado Adicionado teve a maior sequência de altas, inclusive, atingindo o ponto máximo de valor juntamente com o máximo do índice EPU, ou seja, sugere-se que é possível que os investidores precificaram de maneira positiva a troca de governantes que resultaria do processo de *impeachment*, que em consequência, poderia trazer mudanças as políticas macroeconômicas.

Assim, mais uma vez o índice teve seus momentos de maior volatilidade em eventos que coincidiram com possíveis mudanças no representante máximo do país ou que pudesse haver mudanças na política fiscal e ou macroeconômica nacional ou internacional. Enquanto o Valor de Mercado Adicionado pode responder a essas possíveis mudanças na política macroeconômica de diferentes maneiras.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante da disponibilidade dos dados buscou-se evidenciar, através do Índice EPU proposto por Baker, Bloom e Davis (2015), que as Incertezas Políticas podem afetar o Valor de Mercado Adicionado das empresas. Os efeitos dessas movimentações podem ter causas por parte de movimentações dos Ativos e Passivos que compõe o Valor Patrimonial, como também das alterações nas expectativas dos investidores.

Para isso, foram apresentadas formas de mensurar o valor das empresas, destacando-se o Valor Patrimonial Contábil, o Valor de Mercado e a construção do Valor de Mercado Adicionado para as 84 maiores empresas listadas na B3 entre 2001 e 2015, separadas por ano de acordo com os critérios apresentados.

Foi possível avaliar que os pontos com as maiores volatilidades do EPU coincidiram com os movimentos mais bruscos do Valor de Mercado Adicionado durante o período pesquisado. Esses movimentos em sua raiz coincidem com momentos de alta incerteza em relação às políticas macroeconômicas que poderiam ser adotadas em futuros próximos, sejam elas de âmbito nacional ou internacional.

Sugere-se para trabalhos futuros avaliar o Valor de Mercado Adicionado em relação ao PIB, utilizando de modelo econométrico VAR para encontrar possíveis relações com o índice EPU, o Valor de Mercado Adicionado e uma variável de cunho macroeconômico para realizar associação também com movimentações na economia real. Após, analisar os resultados utilizando a relação de eventos específicos para explicar as interações entre as variáveis como foi realizado no presente estudo. Entretanto, a quantidade de dados encontrados, principalmente em relação ao Valor Patrimonial das empresas dificultaram uma análise mais profunda em relação a proposta original através de um modelo econométrico.

Além do PIB outras variáveis macroeconômicas que podem ser consideradas são: Taxa de Juros, Reservas Internacionais, Câmbio e Orçamento Governamental ou até mesmo votações a respeito de políticas macroeconômicas pela Câmara de Deputados na análise dos dados a fim de capturar uma maior proximidade e relevância dos eventos. Além disso, é importante captar movimentações nos balanços em menores espaços de tempo, talvez através de divulgações trimestrais, diminuindo assim a volatilidade do Valor de Mercado Adicionado de um ano para o outro.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBERINI, D. V.; BOGUSZEWSKI, L. D.. **Por Dentro do Subprime: a crise imobiliária americana e seus impactos na economia brasileira.** Vitrine da Conjuntura, Curitiba, v.1, n. 2, 2008.

ALLEN, F.; QIAN, J. “QJ”; SHAN, S. C.; ZHU, J.L.. **The Best Performing Economy with the Worst Performing Market: Explaining the Poor Performance of the Chinese Stock Market***, Shanghai Advanced Institute of Finance. Working Paper, 2014.

ALMEIDA, J. E., BRITO, G., BATISTELLA, F., & MARTINS, E.. **Análise dos modelos de avaliação Residual Income Valuation, Abnormal Earnings Growth e Fluxo de Caixa descontado aplicados às ofertas públicas de aquisição de ações no Brasil.** Revista De Contabilidade E Organizações, 6(16), p. 3-19, (2012).

ARRUDA, M. P., GIRÃO, L. F. A. P., & LUCENA, W. G. L.. **Assimetria Informacional e o Preço das Ações: Análise da Utilização das Redes Sociais nos Mercados de Capitais Brasileiro e Norte-americano.** Revista de Contabilidade e Finanças, v26, n. 69, p. 317-330, USP, São Paulo, 2015.

ASSAF NETO, A.. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas.** 2. ed. 2. Reimpr., São Paulo: Atlas, 2017.

BARRETO, A. C. P. M. **Avaliação econômica financeira de marcas: um estudo de caso sob a perspectiva do modelo de fluxo de caixa descontado.** Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

BATISTA, A. R. D. A.; MAIA, U.; ROMERO, A.. **Mercado acionário sob o impeachment presidencial brasileiro de 2016: um teste na forma semiforte da hipótese do mercado eficiente.** Revista Contabilidade & Finanças, São Paulo, v. 29, n. 78, p. 405-417, 2018 .

BAKER, S.R.; BLOOM, N.; DAVIS, S. J.. **Measuring Economic Policy Uncertainty.** NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Working Paper 21633, 2015.

CARPENTER, J. N.; LU, F.; WHITELAW, ROBERT F.. **The Real Value of China's Stock Market.** NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. Working Paper No. 20957. 2015.

CAVALCA, R. B.; KLOTZLE, M. C.; SILVA, P. V. J. D. G.; PINTO, A. C. F.. **A relação entre ciclos econômicos com o desempenho das empresas no mercado brasileiro.** R. Bras. Eco. de Emp.; 17(1): p. 21-37, 2017.

CUNHA, M. F.; MARTINS, E.; ASSAF NETO, A.. **Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações.** Revista de Administração, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 251-266, 2014.

- DAMODARAN, A.. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. Brasil: Pearson, 2007.
- ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY. **Brazil Monthly Index**. 2012. Disponível em: <http://www.policyuncertainty.com/brazil_monthly.html>. Acesso em: 04 de maio de 2019.
- FAIRFIELD, P. M.. **P/E, P/B and the present value of future dividends**. Financial Analysts Journal, v.50, n.4, p.23-31, 1994.
- FAMA, E. F., & FRENCH, K. R.. **Size and book-to-market factors in earnings and returns**. The Journal of Finance, 50(1), p. 131-155, 1995.
- FAMA, R., & PEREZ, M.M.. **Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação**. Administração em diálogo, São Paulo, nº6, p. 101-112., 2004.
- FERNANDEZ, P.. **EVA and Cash Value Added Do NOT Measure Shareholder Value Creation**. University of Navarra - IESE Business School, 2001.
- GIRÃO, L. F. A. P.; MARTINS, O. S.; PAULO, E.. **Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais**. Revista de Administração –RAUSP. v. 49, n. 3, p. 462-475, jul./set, 2014
- GÜTTLER, C. N.. **Eficiência informacional no mercado de ações do brasil: análise de cointegração e causalidade de GRANGER**. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2006.
- HELFERT, E.A. **Techniques of financial analysis**. 7 ed. Illinois, Irwin, 1991.
- LEAL-ARCAS, R.. **How Will the EU Approach the BRIC Countries? Future Trade Challenges**. Vienna Online Journal of International Constitutional Law, v. 2, n. 4, p. 235-271, 2008.
- LEMME, C. F.. **Revisão dos modelos de avaliação de empresas e suas aplicações nas práticas de mercado**. Revista de Administração, São Paulo v.36, n.2, p.117-124, 2001.
- MARQUES, T. B.. **Do the political news impact financial markets? Evidences from Brazil**. Trabalho de conclusão de curso. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2016.
- MARTELANC, R.. **Avaliação de Empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.
- MARTINEZ, A.L.. **Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios**. Anais do 23º Encontro da ANPAD. Foz do Iguaçu, 1999.

MARTINS, E.. **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica**. Cadernos de Estudos FIECAFI. FIECAFI, São Paulo, n. 24, p. 28-37, 2000.

MENDOZA, B. C.. **Gestão do valor nas empresas num contexto de risco**. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

NUNES, M. S.; COSTA JR, N. C. A. da; MEURER, R.. **A relação entre o mercado de ações e as variáveis macroeconômicas: uma análise econométrica para o Brasil**. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro , v. 59, n. 4, p. 585-607, 2005 .

NUGROHO, M.. **The Effect of Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Refined Economic Value Added (REVA) on Stock Prices and Returns Stock at manufacturing Industries Who Listed on Indonesia Stock Exchange (BEI)**. Archives of Business Research. v. 6, n. 12, p. 173-188, 2018.

OLIVEIRA, A. L. C. C.; MONTEZANO, R. M. S.; OLIVEIRA, M. A. C. **Determinantes contábeis dos preços de ações brasileiras**. Contabilidade Vista & Revista, v. 24, n. 1, p. 37-58, 2013.

OGBEIDE, S.; AKANJI, B.. **Stock market development and economic growth of Brazil, Russia, India, China and South African (BRICS) Nations: An empirical research** . Growing Science Ltd. Accounting 4. P. 83–92, 2018.

PANDYA, B.. **Impact of financial leverage on market value added: empirical evidence from india**. Journal of Entrepreneurship, Business, and Economics, v. 4, n. 2, p. 40–58, 2016.

PASIN, R. M. **Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor**. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

PENMAN, S. H. **Discussion. of “On Accounting-Based Valuation Formulae” and “Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value”**. Review of Accounting Studies, Columbia University, New York, v. 10, 2005.

PETRESCU, S.; APOSTOL, C. **Value creation analysis. Economic value added**. Theoretical and Applied Economics. 05(534)(supplement), 2009.

SANT’ANNA, D., LOUZADA, L., QUEIROZ, E., & FERREIRA, B.. **Valor De Mercado E Valor Contábil E Sua Relação Com Os Resultados Anormais No Mercado De Capitais No Brasil**. Revista De Contabilidade E Organizações, 9(23), 3-13, 2015.

SARLO NETO, A., TEIXEIRA, A. J. C., LOSS, L., & LOPES, A. B. **O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro.** Revista Contabilidade & Finanças, p. 46–58. (2005).

SCHNORRENBERGER, D.; AMBROS, M. G.; GASPARETTO, V.; LUNKES, R. J. **Comparação entre métodos para avaliação de empresas.** NAVUS - Revista de Gestão e Tecnologia, v. 5, n. 1, p. 79-92, 2015.

SIEGEL, J. J.. **Stocks for the long run.** 2nd ed., New York: McGraw-Hill, 1998.

SICHIGEA, N. ; VASILESCU, L.. **Economic value added and market value added - modern indicators for assessment the firm's value.** Annals of the Constantin Brâncuși, University of Târgu Jiu, Economy Series, Special Issue – Performance, Competitiveness, Creativity, 2015.

SINGH, T; MEHTA, S; VARSHA, M. S. **Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan.** Journal of Economics and International Finance, 2 (4), p. 217-227, 2011.

SOUTES, D. O.; MARTINS, E.; SCHVIRCK, E.; MACHADO, M. R. C.. **Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento.** Contabilidade, Gestão e Governança, Brasília, v. 11, n. 1-2, p. 1-17, 2008.

THE WORLD BANK. **Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP).** Disponível em: < <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>> Acesso em 20 de novembro de 2018.

VASILESCU, L.; POPA, A.. **Economic Value Added: Pros And Cons.** Finance – Challenges of the Future. Ano XI, n.13 , p. 60-65, 2011.