Revista de Administração e Contabilidade do Centro Universitário Anísio Teixeira

Revista de Administração e Contabilidade
Volume 17, Ano 2025
Feira de Santana, ID edição: 10.29327/2508556.17.1
ISSN: 2177-8426

Fatores políticos ou fundamentos: o que mais afeta os retornos das ações?

Italo Carvalho
Universidade Federal da Bahia (UFBA)
Email: italo.caiana@ufba.br

Resumo
O presente estudo teve como objetivo verificar se é possível obter retornos anormais maiores em eventos políticos em comparação com eventos que refletem os fundamentos da empresa. Para tanto utilizou-se a metodologia de estudo de eventos no qual os retornos anormais foram calculados através do modelo de mercado. Os dados de retornos utilizados foram das ações preferencias da Petrobrás no período de 2021 a 2024. Os eventos políticos considerados na janela de eventos foram as mudanças de presidente na empresa e as eleições nacionais de 2022. Os eventos que representaram os fundamentos da companhia, foram a divulgação trimestral do resultado da empresa. Os resultados indicaram que as trocas de presidentes geraram retornos anormais maiores do que a divulgação de resultados financeiros, enquanto as eleições resultaram em retornos anormais menores. No entanto, os testes realizados não apresentaram evidências de que as diferenças entre os retornos anormais desses eventos sejam diferentes de zero, o que refuta a hipótese do estudo.
Palavras-Chave: Retornos anormais. Fatores políticos. Fundamentos da empresa. Estudos de eventos

1 INTRODUÇÃO

As eleições nacionais, que determinam o próximo chefe do executivo, seja um novo presidente ou uma reeleição, podem gerar expectativas diferentes nos participantes do mercado, e, portanto, têm o potencial de influenciar o preço das ações de empresas que são expostas politicamente, como as estatais, as quais têm o governo como um de seus principais acionistas (Huang, 1985; Shen et al., 2017).

Dentre os papéis de um presidente da república está o de indicar os presidentes das empresas estatais, a saber, empresas públicas e sociedades de economia mistas. A decisão de trocas de presidente nessas empresas, na maioria dos casos, decorre de decisões políticas, que não necessariamente tem relação com o desempenho do presidente anterior, e, que, a depender do indivíduo cotado para assumir, gera reação negativa ou positiva no mercado. Estudos mostram que, quando há uma mudança na presidência de uma companhia, a depender

do impacto futuro esperado pelo mercado, este evento pode ocasionar retornos anormais nas ações das empresas (Connelly et al., 2016; Gangloff et al., 2016; Gorton et al., 2017).

Caso os investidores fossem racionais e o mercado eficiente como prega a teoria econômica tradicional, não deveria haver retornos anormais decorrentes de eventos políticos, haja vista que tais fatores não refletem o desempenho da empresa, e, portanto, o seu valor (Hirshleifer et al., 2006). Portanto, essa pesquisa busca responder à seguinte questão: Os investidores reagem mais aos eventos que refletem os fundamentos da empresa ou a fatores políticos?

Deste modo, o objetivo deste artigo é verificar se é possível obter retornos anormais nos eventos, que decorrem de fatores políticos, como eleições nacionais e mudanças na presidência da companhia e comparar com eventos que apresentam o desempenho da empresa (fundamentos) ao mercado, como a divulgação dos resultados. Devido à sua grande importância para o mercado de ações brasileiro, bem como para o país, os eventos “anúncios de resultados” e “mudanças de presidente” terão como objeto as ações da Petrobrás; já para identificar o evento “eleições nacionais” serão utilizadas a eleições nacionais de 2022.

Essa pesquisa pode ser relevante para investidores e demais agentes que participam do mercado de ações do Brasil. Esse estudo também se insere na literatura da eficiência do mercado e das finanças comportamentais, bem como nos estudos de eventos em finanças. Além disso, esse estudo se justifica pois, no Brasil, o setor de petróleo é essencial para o mercado financeiro. A Petrobrás, por exemplo, tem umas das ações com maior volume de negociação da bolsa de valores e o setor de Petróleo e Gás compõe aproximadamente 13% do índice Bovespa. A política governamental escolhida para o setor de petróleo irá gerar impactos significativos na economia como um todo. Uma intervenção governamental nos preços dos combustíveis, como vista no caso da Petrobras, por exemplo, pode levar a perdas financeiras substanciais para as companhias de petróleo e distorções no mercado (Akashraj; Mourwel, 2020; Almeida et al., 2015; Khanna et al., 2016).

Esse artigo está dividido do seguinte modo: a seção 2 revisa a literatura sobre o tema; a seção 3 apresenta a coleta e o tratamento dos dados; na seção 4, é feita a análise e discussões dos resultados e; por fim, na seção 5, é apresentada a conclusão do artigo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Hipótese dos mercados eficientes, finanças comportamentais e estudos de eventos

Os economistas financeiros acadêmicos há muito acreditam na Hipótese do mercado eficiente (HME). A ideia predominante era que os mercados de valores mobiliários refletiam de forma extremamente eficiente todas as informações sobre ações individuais e o mercado como um todo. Segundo essa visão, novas informações eram rapidamente assimiladas nos preços dos títulos, tornando inúteis tanto a análise técnica, focada nos preços passados das ações para prever preços futuros, quanto a análise fundamental, que se concentra na análise de informações financeiras para identificar ações "subvalorizadas". Desse modo, a crença era de que nenhum investidor conseguiria obter retornos superiores aos de um portfólio aleatório de ações individuais sem assumir um risco comparável (Fama, 1970; Malkiel, 2003).

Segundo Fama (1970), existem três formas de eficiência de mercado: a forma fraca, a semiforte e a forte. A forma fraca indica, basicamente, que não é possível obter retornos excessivos com base nos preços históricos das ações; já com a forma semiforte da HME, os preços devem refletir toda a informação publicamente disponível, ou seja, não é possível obter retornos anormais baseados em informações públicas; por fim, a forma forte determina que

nenhum indivíduo poderá obter retornos anormais por ter acesso privilegiado a algumas informações.

As finanças comportamentais, por outro lado, desempenham um papel crucial em desafiar as suposições da racionalidade do investidor em mercados de capitais eficientes, destacando o impacto de preconceitos cognitivos, emoções e fatores psicológicos na tomada de decisões. Enquanto as teorias financeiras tradicionais, como a Hipótese do Mercado Eficiente (HME), pressupõem a eficiência do mercado e a tomada de decisões racionais, as finanças comportamentais reconhecem que os indivíduos geralmente fazem escolhas irracionais de investimento influenciadas por preconceitos os quais podem levar a anomalias de mercado, impactando os valores dos ativos e lançando dúvidas sobre a eficiência do mercado (Bondt; Thaler, 1985; Long et al., 1990; Hirshleifer et al., 2006; Shiller, 2003).

Diversas pesquisas têm utilizado a metodologia de estudos de eventos com o intuito de identificar tais ineficiências dos mercados. O objetivo de um estudo de evento é avaliar até que ponto os investidores obtêm retornos acionários excessivos ou anormais de um evento que carrega novo conteúdo informacional, onde um retorno anormal é a diferença entre o retorno observado e o retorno esperado na ausência do evento (MacKinlay, 1997; Sorescu et al., 2017). A partir da década de 1960, os primeiros estudos de eventos foram realizados e desde então esta metodologia se tornou comum nos estudos de finanças (Ball; Brown, 1968; Fama et al., 1969).

Estudos mais recentes têm utilizado os estudos de eventos para investigar a reação do mercado aos mais variados anúncios. Li et al. (2024), por exemplo, investigaram a reação dos investidores a anúncios relacionados às práticas de ESG (ambientais, sociais e governança). Os autores constataram que a informação é significativa quando os investidores a consideram financeiramente relevante para o desempenho da empresa. Já Pham et al. (2020) visando examinar o impacto da regulação ambiental no mercado de ações francês, usando a metodologia de estudo de eventos, encontraram retornos anormais positivos e negativos, a depender do setor analisado.

Por sua vez, Müller et al. (2024) empregando uma metodologia de estudo de eventos, investigaram a reação do mercado de capitais a obrigação imposta pela União Europeia de divulgar relatórios fiscais das empresas, outrora confidenciais. Os autores documentaram um retorno anormal negativo por até 3 dias após os anúncios.

A metodologia de estudos de eventos também está presente em pesquisas recentes realizadas no Brasil. Camargo e Dantas (2023) analisaram o impacto da divulgação financeira através de lives em redes sociais; Souza e Gartner (2019) investigaram a reação do mercado a anúncios de fusões e aquisições no setor bancário; Dias et al. (2023) investigaram o efeito da divulgação de informações sobre a presença de mulheres no Conselho de Administração no retorno das ações das empresas brasileiras.

2.2 Reação do mercado a divulgação de resultados

Desde os trabalhos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) que a literatura documenta que os anúncios de lucros possuem conteúdo informacional que interessa aos investidores a despeito de tanta informação que atualmente é fornecida por analistas financeiros.

Francis et al. (2002) fornecem evidências de que as informações agregadas em relatórios de analistas não antecipam ou substituem as informações em anúncios de lucros. De acordo com Beaver et al. (2020), foi encontrado que tanto a demonstração de resultados quanto o balanço patrimonial possuem um papel significativo na explicação das variações de

preço e volume durante os anúncios de resultados. Isso ressalta a relevância das informações contidas nas demonstrações financeiras, especialmente aquelas relacionadas aos lucros.

No Brasil, Paulo et al. (2012) analisaram, através de um estudo de eventos, se os preços das ações reagem, e de que modo reagem, a divulgação do lucro contábil trimestral. Os achados deste estudo mostraram que, no contexto brasileiro, o mercado reage quando a divulgação dos resultados representa más notícias, tanto no dia da divulgação como nos dois subsequentes

2.3 Reação do mercado a fatores políticos

Estudos que buscaram verificar a reação do mercado a eleições são vastos na literatura. Ao analisar as eleições presidenciais dos EUA no período de 1964 a 2000, Li e Born (2006) descobriram que o retorno médio diário das ações ordinárias aumenta no período de aproximadamente três meses antes de uma eleição presidencial, quando o resultado da eleição é incerto. Nesse mesmo sentido, Atiase (2013) ao analisar duas eleições presidenciais no Egito verificou que ambas tiveram impacto positivo no mercado de ações.

No estudo de Shen et al. (2017), os autores investigaram se fatores políticos, como políticas governamentais e conexões políticas, afetaram ou não os retornos das ações durante a eleição presidencial de Taiwan em 2008. Os resultados mostraram que as empresas que tinham negócios consistentes com as políticas do partido vencedor tiverem maiores retornos.

Também em contexto internacional, Huber e Kirchler (2013) investigaram se havia uma relação entre as doações corporativas para campanhas presidenciais dos EUA e o desempenho no mercado de ações. Os autores descobriram que as empresas que apoiaram o presidente eleito durante sua campanha desfrutaram de retornos anormais positivos e significativos.

No caso do Brasil, Souza et al. (2019) encontraram evidências de que foi possível obter retornos anormais significativos nas ações dos quatro principais bancos comerciais na janela de eventos das eleições presidenciais de 2006, 2010 e 2014. Por outro lado, Batista et al. (2018) analisaram a reação do mercado acionário ao processo de impeachment e não encontraram evidências estatísticas de retornos anormais nestes eventos.

Guimarães e Silva (2020) através de um estudo de eventos, investigaram o impacto das eleições nacionais, entre 1994 e 2014, e da sucessão de CEOs nas empresas estatais brasileiras. Os resultados mostraram que os eventos políticos causaram um impacto geral nas empresas estatais.

Nessa linha de pensamento, entende-se que o presidente/CEO de uma empresa exerce um papel chave nas decisões operacionais e com isso tem a capacidade de influenciar o desempenho da companhia. A troca de presidentes de empresas estatais é comum após o resultado de uma eleição. Mesmo quando há uma reeleição, que em tese deveria manter o status quo, é provável que as negociações políticas produzam mudanças na alta administração (Guimarães; Silva, 2020).

Diversos estudos têm buscado investigar a reação do mercado a mudanças na direção das companhias. A literatura tem indicado que geralmente há uma reação do mercado a trocas de CEO, seja positiva ou negativa, a depender da forma que é conduzida a sucessão e o perfil do substituto. Bae et al. (2023) ao analisar uma amostra de 676 casos de rotatividade de CEO, descobriram que a divulgação do planejamento da sucessão reduz as preocupações dos investidores sobre o desempenho da empresa e atenua as reações adversas do mercado.

Gangloff et al. (2016) ao explorarem as reações dos investidores à rotatividade de CEOs após deturpação financeira encontraram evidências de que os mercados de capitais

respondem positivamente apenas quando as empresas sinalizam uma ruptura clara com o passado ao substituir seu CEO por um outsider. Marcolino e Silva (2022) encontrou evidências no mercado brasileiro que a troca de CEO afeta a percepção do mercado e apresenta retornos anormais nas ações.

Kavadis et al. (2022), por sua vez, verificou que as demissões de CEO geram uma reação negativa dos investidores e que se o substituto for externo à empresa ocorre uma reação positiva. Zagorchev (2013) analisou como diferentes tipos de anúncios de saída de CEOs afetam os preços das ações de empresas financeiras dos EUA de capital aberto e concluíram que o tipo de rotatividade é essencial para interpretar as reações subsequentes do mercado.

Portanto, percebe-se que variados eventos são capazes de causar reação no mercado em maior ou menor grau. Baseado nessa premissa, formulamos a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Os eventos considerados fatores políticos possibilitaram retornos anormais maiores nas ações da Petrobrás do que eventos que refletiram os fundamentos da empresa.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O objetivo deste artigo é verificar se é possível obter retornos anormais nos eventos que decorrem de fatores políticos e comparar com eventos que apresentam o desempenho da empresa ao mercado. Para alcançar o objetivo, a metodologia utilizada será o de estudos de eventos. Segundo Sorescu et al. (2017), o principal elemento necessário para conduzir um estudo de evento é um anúncio ou um evento cujo novo conteúdo informativo pode ter um efeito nos fluxos de caixa futuros esperados ou na taxa de desconto das empresas.

Inicialmente, iremos definir os eventos que serão analisados. Nesta pesquisa, os eventos que serão utilizados como "políticos'' serão a eleição nacional e as mudanças na presidência da Petrobrás e, para representar os ''fundamentos'' da companhia, a divulgação de resultados trimestrais, contado do último trimestre de 2021 (4T21) ao primeiro trimestre de 2024 (1T24); no entanto, decidiu-se retirar da análise o resultado do terceiro trimestre de 2022 (3T22), por conta de a janela de evento estar contida em outro evento. Já para as mudanças de presidente, o evento considerado será a divulgação ao mercado da aprovação do novo presidente pelo conselho de administração. Para ambos foi escolhido o período de 2021 a 2024, para evitar potenciais influências do período afetado pela pandemia de COVID-19. A data escolhida para o evento eleição, será o primeiro pregão após o resultado do 1º e 2º turno da eleição de 2022. As informações foram retiradas dos sites da CVM e da B3, bem como de portais de notícias financeiras como InfoMoney e Investing.org. Portanto, a amostra do estudo contou com 16 eventos conforme a Tabela 1:

Tabela 1: Descrição dos Eventos

Nº	Data	Evento	Categoria
1	16/04/2021	Anúncio da nomeação do presidente Joaquim Silva e Luna	Político
2	14/04/2022	Anúncio da nomeação do presidente José Mauro Ferreira Coelho	
3	28/06/2022	Anúncio da nomeação do presidente Caio Mário Paes de Andrade	
4	26/01/2023	Anúncio da nomeação do presidente Jean Paul Terra Prates	
5	24/05/2024	Anúncio da nomeação do presidente Magda Chambriard	
6	03/10/2022	1° pregão pós-eleição 2022 1º turno ocorrida em 02/10/2022	

7	31/10/2022	2° pregão pós-eleição 2022 2° turno ocorrida em 30/10/2022	
8	23/02/2022	Divulgação do resultado anual de 2021 – 4T21	Fundamento
9	05/05/2022	Divulgação do resultado trimestral de 2022 - 1T22	
10	28/07/2022	Divulgação do resultado trimestral de 2022 - 2T22	
11	02/03/2023	Divulgação do resultado anual de 2022 – 4T22	
12	11/05/2023	Divulgação do resultado trimestral de 2023 - 1T23	
13	04/08/2023	Divulgação do resultado trimestral de 2023 - 2T23	
14	09/11/2023	Divulgação do resultado trimestral de 2023 - 3T23	
15	08/03/2024	Divulgação do resultado anual 2023 – 4T23	
16	13/05/2024	Divulgação do resultado trimestral de 2024 - 1T24	

Fonte: Dados da Pesquisa

Em seguida, a métrica utilizada para medir a reação dos investidores aos eventos é o cálculo do retorno anormal de ações. O retorno anormal de uma ação é representado pela Equação 1, conforme MacKinlay (1997):

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}/X_t) \qquad (1)$$

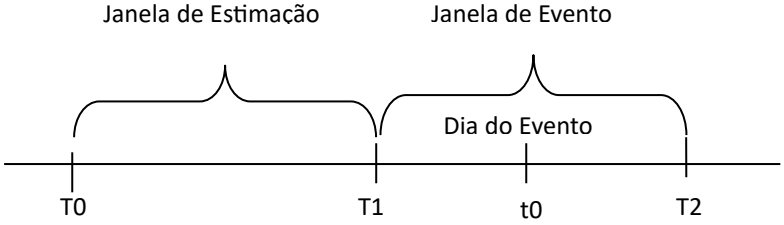
Onde: $\boldsymbol{AR_{it}}$ representa o retorno anormal (AR - *abnormal return*), $\boldsymbol{R_{it}}$ o retorno observado e $\boldsymbol{E(R_{it}/X_t)}$ o retorno esperado do ativo $\boldsymbol{i}$ para o período $\boldsymbol{t}$ com base nas informações de Xt, sendo $\boldsymbol{Xt}$ a informação condicionante para o modelo de retorno normal. Para calcular o retorno esperado, esta pesquisa utilizou o modelo de mercado, o qual é um modelo estatístico que relaciona o retorno de qualquer título dado o retorno do portfólio de mercado (MacKinlay, 1997). O modelo de mercado é dado pela Equação 2:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \qquad (2)$$

Onde: $\boldsymbol{R_{mt}}$ é o retorno do portfólio de mercado, sendo o índice IBOVESPA utilizado nesta pesquisa; $\boldsymbol{\alpha_i}$ *e* $\boldsymbol{\beta_i}$ os parâmetros do modelo de mercado, utilizando o método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e; $\boldsymbol{\varepsilon_{it}}$ termo de erro da regressão com valor esperado igual a zero. Os dados dos retornos foram obtidos através do software *Economática®*.

Conforme MacKinlay (1997), para a escolha da janela de tempo para o estudo, consideramos como dia do evento (t=0), as datas descritas na Tabela 1. A janela do evento T1 a T2 compreendeu 2 dias antes do evento e 2 dias depois (-2, +2); a janela de estimação T0 a T1, compreende 30 dias antes da data do evento até 3 dias antes (-30, -3), como descrito na Figura 1:

Figura 1: Janela de evento e período de Estimação



Fonte: Adaptado de MacKinlay (1997)

Por incluir mais de 1 dia, os retornos anormais diários são somados na janela de medição para obter um retorno anormal cumulativo (CAR – cumulative abnormal return) que representa o valor incremental total adicionado à empresa pelas novas informações associadas ao evento (Sorescu et al., 2017). O cálculo é feito conforme a Equação 3:

$$CAR_{it} = \sum_{t-k}^{t+l} AR_{it} \qquad (3)$$

onde $\boldsymbol{AR_{it}}$ é o retorno anormal da empresa ***i*** no dia ***t*** (dia do evento), ***k*** e ***l*** são o número de dias antes e depois do dia do evento, respectivamente, incluídos no estudo do evento para compor a janela do evento.

Por fim, para realizar os testes de diferenças de médias, para testar a hipótese do estudo, utilizou-se os testes t de Student e ANOVA.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Inicialmente analisou-se os retornos anormais (AR) e os retornos anormais acumulados (CAR) em torno dos eventos de mudanças de presidente. A Tabela 2 apresenta os resultados de cada evento, numerado conforme Tabela 1:

Tabela 2: Retornos anormais (AR) e Retornos anormais acumulados (CAR) na janela de eventos dos anúncios de mudança de presidente.

JANELA DO EVENTO	1		2		3		4		5		TOTAL	
	AR	***CAR***	***AR***	***CAR***	***AR***	***CAR***	***AR***	***CAR***	***AR***	***CAR***	***AR***	***CAR***
-2	0,41	0,41	0,28	0,28	-1,39	-1,39	-2,24	-2,24	1,33	1,33	-1,60	-1,60
-1	-2,46	-2,05	1,59	1,87	4,15	2,76	-0,18	-2,42	-1,09	0,24	2,01	0,41
0	-1,09	-3,13	-0,71	1,16	1,46	4,22	-2,62	-5,03	-0,67	-0,43	-3,64	-3,23
1	6,00	2,86	-1,42	-0,26	0,18	4,40	-0,01	-5,04	0,91	0,48	5,67	2,44
2	-0,89	1,97	3,47	3,21	0,66	5,06	0,58	-4,47	2,03	2,51	5,85	8,29

Fonte: Dados da Pesquisa

De acordo com a tabela 2, com exceção do evento n° 3 (anúncio da nomeação do presidente Caio Mário Paes de Andrade), todas as mudanças de presidente ocasionaram retornos negativos na data t=0. No entanto, apesar do anúncio ter gerado um retorno negativo, foi possível observar, nos dias seguintes ao evento t=1 e t=2, CARs positivos, com exceção do evento n° 4 (anúncio da nomeação do presidente Jean Paul Terra Prates). A Figura 2 ilustra os retornos anormais agregados de todos os eventos:

Figura 2: Retornos anormais totais nos eventos de mudanças de presidente



Fonte: Dados da Pesquisa

Em seguida, analisou-se os retornos anormais (AR) e os retornos anormais acumulados (CAR) em torno das eleições nacionais. A Tabela 3 apresenta os resultados de cada evento, numerado conforme Tabela 1:

Figura 3: Comparativo dos retornos anormais nos dois turnos das eleições



Fonte: Dados da Pesquisa

Por fim, foram apresentados os retornos anormais (AR) e os retornos anormais acumulados (CAR) em torno da divulgação dos resultados trimestrais. A Tabela 4 apresenta os resultados de cada evento, numerado conforme Tabela 1:

Tabela 4: Retornos anormais (AR) e Retornos anormais acumulados (CAR) na janela de eventos da divulgação de resultados trimestrais

JANELA DO EVENTO	8		9		10		11		12	
	AR	***CAR***	***AR***	***CAR***	***AR***	***CAR***	***AR***	***CAR***	***AR***	***CAR***
-2	3,25	3,25	0,28	0,28	1,21	1,21	-2,93	-2,93	-1,12	-1,12
-1	-1,60	1,65	3,63	3,91	-1,81	-0,61	0,50	-2,43	-0,94	-2,06
0	1,87	3,52	1,84	5,74	0,84	0,24	-1,70	-4,13	2,50	0,44
1	-2,37	1,15	2,72	8,46	4,45	4,69	3,20	-0,93	2,66	3,10
2	0,23	1,38	-1,69	6,77	-0,58	4,11	-0,46	-1,38	-3,17	-0,07
	13		**14**		**15**		**16**		**TOTAL**	
	AR	***CAR***	***AR***	***CAR***	***AR***	***CAR***	***AR***	***CAR***	***AR***	***CAR***
-2	0,22	0,22	-2,01	-2,01	1,26	1,26	0,99	0,99	1,15	1,15
-1	1,59	1,81	-2,28	-4,29	-0,40	0,86	-0,39	0,61	-1,70	-0,55
0	-1,73	0,07	1,96	-2,33	-9,00	-8,14	-0,41	0,20	-3,82	-4,37
1	0,78	0,86	-0,96	-3,29	-0,11	-8,24	-2,25	-2,05	8,12	3,75
2	0,44	1,29	2,68	-0,61	1,40	-6,85	-6,25	-8,29	-7,41	-3,65

Fonte: Dados da Pesquisa

Mediante dados da Tabela 4, nas datas t=0, a maioria dos eventos não apresentou nenhum retorno anormal muito diferente entre si, com a exceção do evento n° 15 (divulgação do resultado anual 4T23). Muito provavelmente, o retorno negativo maior neste evento, se deu por conta do debate em torno da distribuição de dividendos que ocorria na época.

Em seguida, testamos como cada evento individualmente teve impacto nos retornos da ações. Para isso, utilizou-se o Teste t de Student para avaliar a diferença de médias de antes do evento e na janela do evento. A Tabela 5 apresenta os resultados:

Tabela 5: Resultados dos testes t de Student – comparação entre a janela do evento com a janela pré-evento

EVENTO	*STAT T*	*VALOR P*	EVENTO	*STAT T*	*VALOR P*
1	0,31	0,77	**9**	1,60	0,17
2	0,78	0,46	**10**	0,87	0,42
3	1,22	0,28	**11**	-0,29	0,78
4	-1,35	0,21	**12**	-0,01	0,99
5	0,87	0,42	**13**	0,47	0,65
6	0,32	0,76	**14**	-0,13	0,90
7	-1,44	0,22	**15**	-0,81	0,46
8	0,30	0,78	**16**	-1,52	0,20

Fonte: Dados da Pesquisa

A estatística t representa a diferença entre as médias das duas variáveis em termos de erros padrão. O valor negativo em alguns eventos (4, 7, 11, 12, 14, 15, 16) indica que a média dos retornos na janela de eventos é menor que os retornos médios pré-janela. No entanto, não há evidências suficientes para concluir que há uma diferença significativa entre as médias entre o pré-evento e o evento em si. Em todos os eventos, os valores p não se mostraram estatisticamente significativos, ou seja, não podemos rejeitar a hipótese nula que a diferença entre as médias é igual a zero.

A seguir, com o objetivo de testar se há uma diferença significativa nas médias dos CARs entre as três categorias (mudança de presidente, eleições, divulgação de resultados) realizou-se um teste ANOVA. Os resultados são apresentados conforme Tabela 6:

Tabela 6: Teste Anova – comparação entre as categorias de eventos

Fonte de variação	*SQ*	*gl*	*MQ*	*F*	*valor P*	*F crítico*
Entre grupos	36,58448811	2	18,29224406	0,75864155	0,489498108	3,885293835
Dentro de grupos	289,3420846	12	24,11184038			
Total	325,9265727	14				

Fonte: Dados da Pesquisa

Os resultados da ANOVA indicam que não há uma diferença estatisticamente significativa entre os grupos analisados. O valor P maior que 0,05 (nível de significância) sugere que qualquer variação observada nas médias dos grupos pode ser atribuída ao acaso, em vez de diferenças reais entre os grupos.

Por fim, para testar a hipótese do estudo, foi analisado se os eventos políticos - mudanças de presidente e eleições – proporcionaram retornos anormais maiores do que os eventos que possam representar o desempenho da companhia, neste estudo representado pela divulgação de resultados trimestrais. Para realizar essa comparação, foram feitos testes de diferenças de médias, utilizando o t de Student. O teste analisou se havia diferença nas médias dos retornos anormais entre os eventos “Mudanças de Presidente” e “Eleições” em comparação com o evento “Divulgação de resultados”, tanto de forma individual, como agregada (Fatores políticos). A Tabela 7 apresenta os resultados:

Tabela 7: Resultados dos testes t de *Student* – comparação dos retornos anormais dos fatores políticos com o desempenho

		Divulgação de Resultados (Desempenho)
Mudança de Presidente	*Stat t*	0,738071
	p-value	0,484474
Eleições	*Stat t*	-0,423112
	p-value	0,684909
Fatores Políticos	*Stat t*	0,060255
	p-value	0,953636

Fonte: Dados da Pesquisa

Os valores positivos das estatísticas t dos eventos Mudanças de Presidentes, indica que a média dos retornos na janela de eventos é maior que a média dos eventos Divulgação de Resultados; ocorre o mesmo quando agregamos os fatores políticos numa mesma variável. No caso do evento Eleições, a estatística t indica um retorno anormal médio menor que o evento comparado. De todo modo, com base nos resultados apresentados, não há evidências suficientes para concluir que há uma diferença significativa entre as médias dos eventos para a amostra no período considerado. Os valores p em todos os testes não se mostraram estatisticamente significativos ao nível de 5%.

Desse modo, a hipótese desse estudo de que eventos considerados fatores políticos possibilitaram retornos anormais maiores nas ações da Petrobrás do que eventos que refletiram o desempenho da empresa não se confirma. Apesar das evidências anedóticas que os eventos analisados neste estudo geram retornos anormais, a amostra analisada no período não corrobora com essa hipótese.

Esse resultado pode sugerir que a informação já estava refletida nos preços ou que o mercado reagiu de maneira indiferente a esses eventos. De todo modo, os resultados aqui encontrados não implicam que não existam anomalias ou ineficiências no mercado, pois outras variáveis ou circunstâncias não analisadas podem ter influenciado no estudo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo verificar se é possível obter retornos anormais nos eventos que decorrem de fatores políticos - considerados neste estudo as eleições nacionais e mudanças na presidência da companhia - e comparar com eventos que refletem o desempenho da empresa ao mercado - como a divulgação dos resultados. Para isso, realizou-se um estudo de eventos utilizando os dados de retornos diários das ações da Petrobrás, empresa escolhida como objeto de estudo, para mensurar os retornos anormais numa janela de eventos. Utilizando-se do teste t de Student e do teste ANOVA, comparamos os retornos anormais nos dias que representaram a mudança de presidente bem como da eleição nacional com a divulgação ao mercado dos resultados trimestrais.

Os resultados mostrados indicaram que as trocas de presidente possibilitaram retornos anormais maiores do que a divulgação de resultados; já as eleições apresentaram retornos anormais menores. No entanto, os testes realizados não forneceram evidências de que as diferenças entre os retornos anormais dos eventos são diferentes de zero, refutando, assim a hipótese do estudo.

Esta pesquisa enfrentou algumas limitações. Em primeiro lugar, as janelas de evento selecionadas podem não ser ideais para a análise. Por exemplo, a escolha da data t=0 para as trocas de presidência considerou a aprovação do novo presidente pelo conselho de administração. Contudo, é possível que o mercado já tivesse antecipado essa informação, tornando a aprovação do conselho apenas uma formalidade. Além disso, os dados de retornos diários foram coletados de uma fonte secundária, o que significa que não há garantia quanto à precisão dos valores, o que pode influenciar os resultados obtidos.

Por fim, para pesquisas futuras, sugere-se a utilização de outros métodos estatísticos para estudos de eventos que sejam mais robustos. Além disso, a amostra e o período de análise também podem ser expandidos bem como a janela em torno dos eventos.

REFERÊNCIAS

AKASHRAJ, D. P.; MOURWEL, B. R. The Impact of Oil Sector on the Economy - Theoretical Review. **International Journal of Research**, v. 7, n. 11, p. 82–94, 2020.

ALMEIDA, E. L. F. D. E.; OLIVEIRA, P. V. D. E.; LOSEKANN, L. Impactos da contenção dos preços de combustíveis no Brasil e opções de mecanismos de precificação. **Brazilian Journal of Political Economy,** v. 35, n. 3, p. 531–556, 2015.

ATIASE, R. K. Presidential Elections and Stock Returns in Egypt. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, 21, 2013.

BAE, J.; JOO, J. H.; YU, J. CEO succession planning and market reactions to CEO turnover announcements. **Finance Research Letters**, v. 58, 103946, 2023.

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, 1968.

BATISTA, A. R. A.; MAIA, U.; ROMERO, A. Stock market under the 2016 Brazilian presidential impeachment: a test in the semi-strong form of the efficient market hypothesis. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 29, n. 78, p. 405–417, 2018.

BEAVER, W. H. The Information Content of Annual Earnings Announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 67–92, 1968.

BEAVER, W. H.; MCNICHOLS, M. F.; WANG, Z. Z. Increased market response to earnings announcements in the 21st century: An Empirical Investigation. **Journal of Accounting and Economics**, p. 69, n. 1, 101244, 2020.

BONDT, W. F. M.; THALER, R. Does the Stock Market Overreact? **The Journal of Finance**, v. 40, n. 3, p. 793–805, 1985.

CAMARGO, A. M.; DANTAS, J. A. The impact of live streaming on stock returns in the Brazilian market. **Revista Contabilidade & Finanças**, p. 34, n. 93, 2023.

CONNELLY, B. L.; KETCHEN, D. J.; GANGLOFF, K. A.; SHOOK, C. L. Investor perceptions of CEO successor selection in the wake of integrity and competence failures: A policy capturing study. **Strategic Management Journal**, v. 37, n. 10, p. 2135–2151, 2016.

DIAS, V. F. M. B.; MALAQUIAS, R. F.; LOPES, J. E. F. Presença de Mulheres no Conselho de Administração e Retorno de Ações. **Revista Catarinense Da Ciência Contábil**, v. 22, e3350, 2023.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, 1970.

FAMA, E. F.; FISHER, L.; JENSEN, M. C.; ROLL, R. The Adjustment of Stock Prices to New Information. **International Economic Review**, v. 10, n. 1, 1969.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K.; VINCENT, L. Earnings announcements and competing information. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 3, p. 313–342, 2002.

GANGLOFF, K. A.; CONNELLY, B. L.; SHOOK, C. L. Of Scapegoats and Signals. **Journal of Management**, v. 42, n. 6, p. 1614–1634, 2016.

GORTON, G. B.; HUANG, L.; KANG, Q. The Limitations of Stock Market Efficiency: Price Informativeness and CEO Turnover. **Review of Finance**, v. 21, n. 1, p. 153–200, 2017.

GUIMARAES, S. F.; SILVA, A. L. C. Eleições e sucessão de CEOs em empresas estatais brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 22, Special Issue, p. 462–481., 2020.

HIRSHLEIFER, D.; SUBRAHMANYAM, A.; TITMAN, S. Feedback and the success of irrational investors. **Journal of Financial Economics**, v. 81, n. 2, p. 311–338, 2006.

HUANG, R. D. Common Stock Returns and Presidential Elections. **Financial Analysts Journa**l, v. 41, n. 2, p. 58–61, 1985.

HUBER, J.; KIRCHLER, M. Corporate campaign contributions and abnormal stock returns after presidential elections. **Public Choice**, v. 156, n. 1–2, p. 285–307, 2013.

KAVADIS, N.; HEYDEN, M. L. M.; SIDHU, J. S. Fresh in the saddle: The influence of a new CEO's vision and origin, and CEO succession type on market actors' reactions**. Long Range Planning**, v. 55, n. 2, 102050, 2022.

KHANNA, M.; NUNES, H. M.; ZILBERMAN, D. Who pays and who gains from fuel policies in Brazil? **Energy Economics**, v. 54, p. 133–143, 2016.

LI, J.; BORN, J. A. Presidential election uncertainty and common stock returns in the united states. **Journal of Financial Research**, v. 29, n. 4, p. 609–622, 2006.

LI, Q.; WATTS, E. M.; ZHU, C. Retail investors and ESG news. **Journal of Accounting and Economics**, 2024. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4384675. Acesso em 16 set., 2024.

LONG, J. B.; SHLEIFER, A.; SUMMERS, L. H.; WALDMANN, R. J. Noise Trader Risk in Financial Markets. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 4, p. 703–738, 1990.

MACKINLAY, A. C. Event Studies in Economics and Finance. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 1, p. 13–39, 1997.

MALKIEL, B. G. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 1, p. 59–82, 2003.

MARCOLINO, L. T. C.; SILVA, V. A. B. Origem e fama do CEO no desempenho das empresas e na percepção do mercado. **Revista Contabilidade & Finanças**, p. 33, n. 90, 2022.

MULLER, R.; SPENGEL, C.; WECK, S. How do investors value the publication of tax information? Evidence from the European public country-by-country reporting. **Contemporary Accounting Research**, v. 41, n. 3, p. 1893-1924, 2024.

PAULO, E.; SARLO NETO, A.; SANTOS, M. Reação do preço das ações e intempestividade informacional do lucro contábil trimestral no Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 5, n.1, p. 54–79, 2012.

PHAN, H. N. A.; RAMIAH, V.; MOOSA, I. The effects of environmental regulation on the stock market: The French experience. **Accounting & Finance**, v. 60, n. 4, p. 3279–3304, 2020.

SHEN, C. H.; BUI, D. G.; LIN, C. Y. Do political factors affect stock returns during presidential elections? **Journal of International Money and Finance**, v. 77, p. 180–198, 2017.

SHILLER, R. J. From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 1, p. 83–104, 2003.

SORESCU, A.; WARREN, N. L.; ERTEKIN, L. Event study methodology in the marketing literature: an overview. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 45, n. 2, p. 186–207, 2017.

SOUZA, J. C. F.; SANTOS, P. H.; MOTA, P. L. T. Um estudo de eventos sobre a influência das eleições presidenciais de 2006, 2010 e 2014 sobre as ações dos quatro principais bancos comerciais Brasileiros. **Brazilian Journal of Business**, v. 1, n. 2, p. 640–658, 2019.

SOUZA, J. G. M.; GARTNER, I. R. Market reaction to bank merger and acquisition events in Brazil: an analysis of the effects of market waves. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 80, p. 234–251, 2019.

ZAGORCHEV, A. Stock price effects of CEO turnover of US financial institutions. International **Journal of Financial Services Management**, v. 6, n. 4, p. 273, 2013.