UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

CONSEQUÊNCIAS DAS CONEXÕES POLÍTICAS PARA AS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL: DESEMPENHO E ACESSO A CRÉDITO DO BNDES

Paula Sanchez Astorino
Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

São Paulo
2015

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Andson Braga de Aguiar
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

PAULA SANCHEZ ASTORINO

CONSEQUÊNCIAS DAS CONEXÕES POLÍTICAS PARA AS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL: DESEMPENHO E ACESSO A CRÉDITO DO BNDES

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

Versão Corrigida

(versão original disponível na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

São Paulo

2015

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Astorino, Paula Sanchez
Consequências das conexões políticas para as empresas de capital aberto no Brasil: desempenho e crédito do BNDES / Paula Sanchez Astorino. – São Paulo, 2015.
102 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2015.
Orientador: Alexandre Di Miceli da Silveira.

1. Governança corporativa 2. Desempenho contábil 3. Financiamento de campanha eleitoral 4. Banco de desenvolvimento I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.4

Aos meus pais, as pessoas mais incríveis que já conheci.

Agradecimentos

Primeiramente gostaria de agradecer aos meus pais por todos os ensinamentos e o amor incomensurável que vêm transmitindo a mim e aos meus irmãos ao longo de suas vidas. Ainda que mereçam um tributo (bem) mais significativo do que o registrado aqui, é importante mencionar que as diversas formas de apoio das duas pessoas que mais amo e admiro no mundo foram essenciais para a realização desta dissertação.

Em seguida, agradeço imensamente aos meus irmãos Eduardo (meu paciente professor de econometria), cujos ensinamentos também foram fundamentais para realização desta dissertação, e André (o melhor gêmeo que alguém poderia ter). É um prazer poder crescer ao lado de vocês.

Aos membros da banca, Prof. Dr. Edison Simoni da Silva e Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura, tenho profunda gratidão por todas as suas sugestões que tanto agregaram a este trabalho.

Por fim, agradeço ainda a todos aqueles que me ajudaram (até mesmo inconscientemente) ao longo desse processo de amadurecimento intelectual. Aos professores da FEA, Dr. Lucas Ayres B. de C. Barros e Dr. Eduardo Kazuo Kayo: poder assistir às suas aulas realmente me proporcionou uma série de aprendizados importantes e valiosos, não restritos apenas às disciplinas que ministraram. Aos meus novos colegas de graduação, Ana, Joyce, Gustavo e Vitor. Agradeço também a Sara Isabel Melo Pereira pelas conversas sinceras, as alegrias e os momentos de dificuldade que dividimos durante nossa estadia no PPGCC. Muito obrigada Sara, por toda sua humildade, presteza e sinceridade, tão raros nesse mundo acadêmico. Agradeço também aos meus colegas da FECAP por todo apoio concedido. Especialmente aos professores Dr. Edison Simoni da Silva (sua ajuda foi também importantíssima para a realização desse trabalho), Dr. Pedro Henrique de Barros (agradeço por toda sua paciência e orientação e também por ter escrito uma dissertação de alto nível, que me permitiu aprender tanto sobre a elaboração de trabalhos científicos) e Wanderley Carneiro (pelos valiosos ensinamentos profissionais que me permitiram chegar até aqui).

“Somos filhos da época
e a época é política.

Querendo ou não querendo,
teus genes têm um passado político,
tua pele, um matiz político,
teus olhos, um aspecto político...”

(***Wislawa Szymborska, Filhos da Época***)

RESUMO

O propósito desta dissertação consiste em verificar quais seriam as consequências das conexões políticas estabelecidas por algumas empresas de capital aberto no Brasil no que se refere a seu desempenho e acesso a crédito concedido pelo BNDES. O conceito de conexão política é amplo, mas as empresas de capital aberto que fizeram parte da amostra utilizada no trabalho buscam se aproximar do governo de duas maneiras: (i) inserindo em seu conselho de administração membros que atuem (ou que já atuaram) no governo, visando estabelecer um ponto de contato com o Estado, ou ainda, (ii) realizando doações às campanhas políticas brasileiras. Para realizar a análise proposta, utilizaram-se dados do conselho de administração das empresas listadas na BM&F Bovespa no período de 2010 a 2013, informações sobre doações de pessoas jurídicas às campanhas políticas realizadas em 2002, 2006 e 2010, juntamente com outros dados extraídos das demonstrações financeiras das companhias contempladas na amostra. Os testes de regressão múltipla com dados em painel não revelaram significância estatística entre as variáveis de estudo e os indicadores de desempenho e de acesso a crédito concedido pelo BNDES. Embora não conclusivos, os resultados apresentados acrescentam à literatura das conexões políticas motivando a realização de trabalhos futuros que objetivem testar outras hipóteses capazes de explicar quais são os motivos que levam as empresas no Brasil a estabelecerem conexões com o Estado.

ABSTRACT

The purpose of this dissertation consists in verifying the consequences of political connections established by some Brazilian public companies with respect to their performance and access to credit granted by the BNDES. The concept of political connection is broad, but the public companies used in our sample aim to approach themselves to the government by two means: (i) electing a member of the board of directors that works, or has a history in working in the government, or (ii) donating money to political campaigns. In order to accomplish this analysis, we collected data of the board of directors from public companies listed on the BM&F Bovespa during the period of 2010 to 2013, information on political donations made by companies in Brazil along the years of 2002, 2006 and 2010, as well as data extracted from the sample companies' financial statements. The multiple regression tests ran with panel data showed no statistical relation between the main variables and the performance indicator or the variable that measures company's access to loans provided by BNDES. Although inconclusive, the presented results add to the literature motivating further studies that can test other hypotheses able to explain the reasons that induce companies to establish political connections.

SUMÁRIO

Lista de abreviaturas e siglas 3
Lista de Tabelas 4
Lista de Quadros 5
1. PROBLEMA DE PESQUISA 7
1.1. Questões de pesquisa 7
1.2. Objetivos gerais e específicos 13
1.3. Hipóteses a serem testadas 13
1.4. Justificativa da pesquisa 15
1.5. Possíveis contribuições 18
1.6. Estrutura do trabalho 19
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA 21
2.1. Teoria dos *Stakeholders* e o Governo como parte interessada 22
2.2. Um capitalismo de laços – evidências históricas 25
2.3. Governança corporativa e o mecanismo do conselho de administração 26
2.3.1. Diversidade do conselho de administração e seus impactos 30
2.3.2. Diversidade do conselho de administração e seus impactos: estudos no Brasil 33
2.4. O papel do BNDES 34
2.5. Mecanismo de doações em campanhas políticas no Brasil 36
2.6. Levantamentos Empíricos 38
2.6.1. Conexões políticas e desempenho das empresas 38
2.6.2. Conexões políticas e acesso a financiamento por bancos de desenvolvimento 42
2.6.3. Conexões políticas e outros impactos 44
1.6.4. Sumarização dos estudos anteriores 46
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS ADOTADOS 49
3.1. Método empregado 49
3.2. Definição Operacional das Variáveis 50
3.2.1. Variáveis Principais 50
3.2.2. Variáveis de Desempenho 52
3.2.3. Variáveis de controle 53

3.2.4. Sumarização das variáveis utilizadas 54
3.3. Modelos econométricos empregados 55
3.4. Coleta das variáveis e obtenção da amostra 58
3.4.1. Conexões políticas: composição do conselho 58
3.4.2. Conexões políticas: doações aos partidos 59
3.4.3. Empréstimos do BNDES 60
3.5. Limitações associadas à pesquisa 60
3.5.1. Má especificação do modelo – variável omitida 61
3.5.2. Erros de medida 62
3.5.3. Simultaneidade 63
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS 65
4.1. Estatísticas Descritivas 65
4.2. Resultados das Regressões Lineares 69
4.2.1. Presença de conselheiros com passado político 69
4.2.2. Presença de conselheiros que já foram gestores no BNDES 75
4.2.3. Contribuições em campanhas políticas 77
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS 82
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 85

Lista de abreviaturas e siglas

BM&F Bovespa: Bolsa de valores, mercadorias e futuros do Brasil.
BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CEO: *Chief Executive Officer*
CNPJ: Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
EA: Efeitos Aleatórios
EF: Efeitos Fixos
MQO: Mínimos Quadrados Ordinários
POLS: *Pooled Ordinary Least Squares*
SEC: *Securities and Exchange Commission*
TJLP: Taxa de Juros de Longo Prazo
TSE: Tribunal Superior Eleitoral

Lista de Tabelas

Tabela 1: Algumas Exigências do Formulário de Referência.....50
Tabela 2: Estatísticas descritivas das observações de desempenho da amostra 1 com *outliers*.....66
Tabela 3: Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho da amostra 1 sem *outliers*.....67
Tabela 4: Estatísticas descritivas da amostra 2.....67
Tabela 5: Estatísticas descritivas das variáveis de controle da amostra 1 com *outliers*..68
Tabela 6: Estatísticas descritivas das variáveis de controle da amostra 1 sem *outliers*..69
Tabela 7: Estatísticas descritivas das variáveis de controle da amostra 2.....69
Tabela 8: Matriz de correlação das variáveis de estudo.....70
Tabela 9: Resultados do teste t realizado com dados da amostra 1.....70
Tabela 10: Resultado das regressões realizadas com a amostra 1 antes da exclusão de *outliers*.....72
Tabela 11: Resultado das regressões realizadas com a amostra 1 após a exclusão de *outliers*.....73
Tabela 12: Tabela 12 – Resultado das regressões especificada pelo modelo 5.....76
Tabela 13: Correlação entre as variáveis de estudo da amostra 2.....78
Tabela 14: Resultados do teste t realizado com dados da amostra 2.....79
Tabela 15: Resultados das regressões em painel testadas com a amostra 2.....80

Lista de Quadros

Quadro 1: Sumarização de estudos anteriores.....46
Quadro 2: Definição operacional das variáveis.....54
Quadro 3: Proporção das empresas que obtiveram empréstimos do BNDES de 2010 a 2013.....75

1. PROBLEMA DE PESQUISA

O primeiro capítulo dessa dissertação se propõe a introduzir o leitor ao tema de estudo e explicar o raciocínio que permitiu chegar à questão de pesquisa. Primeiramente é realizada uma breve introdução ao contexto da pesquisa. A seção culmina com a apresentação das questões de pesquisa que se pretende responder.

Após conscientizar o leitor sobre o foco do trabalho, o tópico subsequente expõe os objetivos gerais e específicos a serem alcançados ao longo do estudo. Logo em seguida, as hipóteses de pesquisa também são apresentadas.

Por fim, justifica-se a importância de se estudar o tema proposto, bem como o caráter inovador que assinala a abordagem utilizada.

1.1. Questões de pesquisa

A teoria dos *stakeholders* exposta por Freeman (2001) afirma que a organização moderna (inserida em um contexto de globalização) não deve se preocupar apenas com seus acionistas, mas também com todos aqueles que são afetados por essa organização e/ou que estão envolvidos em suas atividades econômicas. Segundo a visão de Freeman (2001), a empresa deve buscar atender às necessidades de todos os seus *stakeholders* de maneira equilibrada, sem privilegiar nenhuma parte.

Assim como Freeman (2010), Sunder (1997) também defende uma visão não focada apenas nos acionistas e afirma que uma organização pode ser vista como um nexo de contratos firmados entre agentes racionais. Tais contratos representam interesses de cada uma das partes envolvidas no negócio, podendo, tais interesses, serem implícitos ou explícitos.

Em meio a esses *stakeholders* ou agentes encontra-se o governo, que regulamenta o ambiente empresarial e, por consequência, acaba por interferir no planejamento estratégico das empresas. No entanto, é importante ressaltar que a intensidade dessa interferência não é homogênea e depende de uma série de fatores socioeconômicos que divergem de país a país.

No contexto histórico do Brasil, o governo sempre teve uma atuação central na economia e uma estreita relação com a elite empresarial brasileira. A fim de racionalizar sobre as origens do papel do governo brasileiro, teóricos como Faoro (2001) e Holanda (1995) propõe que o Estado brasileiro teve sua formação arraigada no sistema de patrimonialismo, uma forma de dominação política caracterizada pela ausência de delimitação entre as esferas pública e privada e pelo uso da máquina pública para satisfação de interesses pessoais dos membros do governo.

Em uma análise mais recente, Lazzarini (2011, p. 23) observou que algumas empresas brasileiras ainda buscam nos dias de hoje estreitar seu relacionamento com o governo construindo o que o autor define por laços: "um contato pessoal que é estabelecido para obter algum benefício particular ou, ainda, um gesto de apoio visando algo em troca no futuro". Esses laços, também chamados de conexões políticas, podem resultar em benefícios tais como vantagens obtidas em processos licitatórios ou ainda, acesso a empréstimos concedidos pelo BNDES.

Cabe mencionar que a aproximação entre empresas e governo não é um fenômeno exclusivamente brasileiro. No idioma inglês c*rony capitalism* é um termo utilizado para definir uma economia na qual o governo concede benefícios a certas empresas não com base em critérios econômicos, mas se baseando em seu relacionamento com os donos desses negócios. Tais benefícios se materializam na forma de subsídios, como acesso a crédito com taxas mais baixas ou alguma outra vantagem econômica não condizente com a livre atuação do mercado.

A existência de *crony capitalism* foi bastante utilizada para justificar a ocorrência da crise nos países asiáticos no final da década de 90. Debruçando-se sobre o assunto, Krueger (2002) traça um paralelo entre as empresas que buscam manter um relacionamento mais próximo com o governo e as empresas estatais, sugerindo que as ineficiências presentes em ambas acabam por limitar o crescimento econômico de uma nação. Segundo a autora, assim como a existência e sobrevivência das empresas estatais não é necessariamente resultante de vantagens competitivas criadas por elas, os benefícios obtidos pelas empresas que desfrutam do *crony capitalism* também não são baseadas em méritos econômicos. Essas empresas não se perpetuam por serem

eficientes, mas sim porque obtêm certos benefícios do governo. Em resumo, sob o ponto de vista de Krueger (2002), tais práticas estariam associadas à competição desleal, um artifício prejudicial para o desenvolvimento de um país.

Em outros países como Estados Unidos, Japão e China também se encontram evidências de laços políticos, ou relacionamento inapropriado entre empresas e governo. O ponto de controvérsia relacionado a essa questão reside nos impactos que esses laços provocam em fatores como desempenho e acesso a financiamento das organizações. Até o momento, a literatura que aborda o tema não oferece resultados consistentes no que tange a esses impactos (FAN, WONG e ZHANG, 2007; LI *ET AL.*; KIM 2008; YU e MAIN, 2012), mas, no geral, os resultados sugerem que essa relação acaba por ser prejudicial à empresa e, por consequência, aos seus acionistas.

Claessens, Feijen e Laeven (2008), Li *et al.* (2008) juntamente com Bandeira-de-Mello *et al.* (2012) observam um impacto positivo no desempenho das empresas trazido pelas conexões políticas. De acordo com a argumentação dos autores, empresas com laços políticos recebem uma série de benefícios econômicos (diretos e indiretos) que acabam por impactar positivamente o resultado obtido por essas empresas.

Além dos efeitos no desempenho, Claessens, Feijen e Laeven (2008) também verificam que as empresas que possuem laços com o governo possuem um acesso mais facilitado a financiamentos concedidos por bancos estatais. É importante mencionar que esses estudos possuem diferenças metodológicas no que diz respeito às variáveis utilizadas para mensurar desempenho das empresas.

Por outro lado, estudos como o de Fan, Wong e Zhang (2007) relatam que as empresas que procuram se aproximar de alguma forma ao governo, acabam experimentando um desempenho acionário inferior àquelas que não se preocupam em formar laços, indicando que a intervenção do governo nesses empreendimentos é percebida pelo mercado como sendo danosa. Em outras palavras, os investidores não acreditam que obterão retorno positivo com empresas que sofrem interferência do governo.

Costa, Bandeira-de-Mello e Marcon (2013) também encontraram evidências de que as conexões políticas estejam associadas à diversificação dos grupos empresariais brasileiros. Os resultados encontrados pelos autores sugerem uma associação positiva entre conexão e diversificação.

Adicionalmente, os resultados dos estudos que examinam os laços políticos das empresas sugerem também que quanto maior o grau de desenvolvimento das instituições de um país, menor será o incentivo para que as empresas desenvolvam algum tipo de laço com o governo local (COSTA, BANDEIRA-DE-MELLO e MARCON 2013; LI *ET AL.* 2008).

As formas pelas quais esses laços políticos se concretizam também são diversas. Lazzarini (2011) especifica duas principais formas de uma organização se aproximar do governo e conectar-se politicamente: (i) quando uma empresa insere em seu conselho de administração um membro com histórico de envolvimento na política e (ii) quando uma empresa decide realizar doações para a campanha eleitoral de algum partido político.

O conselho de administração é concebido como um mecanismo interno de governança corporativa. Os membros eleitos no conselho de administração têm a função de representar os direitos dos acionistas e monitorar as ações dos executivos, de modo a mitigar o conflito de agência existente nas organizações nas quais há separação entre propriedade e controle. Segundo Silveira (2010), os conselheiros tomam decisões de nível estratégico dentro da empresa, tais como de captação de recursos e de investimento. De maneira mais simples, como os acionistas não têm condições de acompanhar o dia a dia da gestão da empresa, cabe ao órgão do conselho assegurar que as melhores sejam tomadas.

Pfeffer e Salancik (1978) acrescentam ainda que o conselho de administração funciona também como um elo que liga o ambiente interno da empresa ao meio externo no qual ela se encontra. Nesse sentido, o conselho pode contribuir para estabilização do ambiente externo à empresa auxiliando no manejo da relação da organização com seus *stakeholders*.

Dada à importância desse mecanismo, alguns pesquisadores começaram a inquirir sobre qual seria a formação ideal desse órgão. A composição do conselho pode divergir em seus aspectos demográficos (como formação, idade, gênero e nacionalidade) e também quanto ao seu tamanho. Estudos indicam que diferentes composições de conselho de administração podem produzir resultados diversos no que diz respeito ao papel do conselho (HAFSI & TURGUT, 2013; CARTER, D'SOUZA, SIMKINS, & SIMPSON, 2010; ALI & NG, 2013).

Além das características já mencionadas, existem estudos que se propuseram a analisar os conselhos de administração a fim de verificar se algum dos membros possui relação com o governo do país em que a empresa atua e, ainda, quais as possíveis consequências trazidas pela presença de tais conselheiros. Foram realizados levantamentos empíricos em diversos países, como Itália, Estados Unidos, Polônia, Inglaterra e China, mas os resultados encontrados pelos pesquisadores não são consistentes (MENOZZI, URTIAGA & VANNONI, 2012; GOLDMAN, ROCHOLL & SO, 2013; HASAN, JACKOWICZ, KOWALEWSKI & KOZLOWSKI, 2014; GROSSMAN & IMAI, 2014; CHIZEMA, LIU, LU & GAO, 2013). Ainda não é consenso se essa forma de conexão impacta as organizações e se tais efeitos são positivos ou negativos. Ademais, no Brasil ainda não foram levantadas evidências empíricas suficientes que permitam inferir sobre essa questão.

Outra forma de conexão política se dá por meio das contribuições que algumas empresas fazem às campanhas políticas. No Brasil, grande parte do volume arrecadado em campanhas políticas advém de doações realizadas por pessoas jurídicas, especialmente pelas grandes corporações. Conforme explica Mancuso (2012), a literatura recente que se propõe a examinar a perspectiva dos partidos que recebem os recursos doados sugere que existe uma relação positiva e significante entre o montante acumulado por um partido e seu desempenho nas eleições, isto é, os partidos que ganham a eleição são também aqueles mais recebem financiamento em suas campanhas.

Por outro lado, Mancuso (2012) chama atenção para a divergência nos resultados das pesquisas que buscam verificar se as doações a campanhas políticas trazem algum benefício para as empresas que desembolsam o capital repassado aos partidos. Foram realizados estudos que buscaram testar se as doações impactam o

acesso das empresas a financiamentos do BNDES e o desempenho obtido por essas organizações, mas os resultados obtidos com essas análises não são homogêneos. Dessa forma, Mancuso (2012) afirma que o assunto dos possíveis benefícios obtidos por meio do mecanismo de doações a campanhas políticas está longe de ser esgotado e ainda merece mais investigações.

Diante do exposto, observa-se que a formação de laços entre empresas e governo é um assunto relevante e controverso, dado os possíveis impactos que as conexões políticas podem trazer para as empresas e o contraste de resultados empíricos que essa literatura apresenta atualmente. Longe de ser um tema esgotado, ainda se fazem necessárias mais evidências empíricas para compreender melhor os impactos dessa relação característica entre empresas e governo no Brasil.

Nesse contexto, o presente trabalho pretende acrescentar à literatura sobre o tema, provendo resultados mais robustos acerca das conexões políticas cultivadas por algumas empresas de capital aberto no Brasil.

No que diz respeito à metodologia científica, Kerlinger (1999) destaca a importância da questão de pesquisa na investigação científica. O autor acrescenta também que um bom problema deve questionar a relação entre duas ou mais variáveis, devendo ser expressa com clareza, sem ambiguidades e na forma interrogativa. Atentando-se para esses critérios, essa dissertação se fundamenta em duas questões:

Questão 1. Qual a relação entre as conexões políticas cultivadas pelas empresas de capital aberto no Brasil e o desempenho obtido por elas?

Questão 2. Qual a relação entre as conexões políticas cultivadas pelas empresas de capital aberto no Brasil e o acesso delas aos financiamentos concedidos pelo BNDES?

Mais adiante, na justificativa da pesquisa, é mostrado como as questões propostas contêm os atributos necessários elencados por Sampieri (2006) no que tange à (i) aplicabilidade prática, (ii) contribuição teórica e (iii) viabilidade. De acordo com o

autor, a presença dessas qualidades serve para que o pesquisador verifique se a questão a ser estudada é adequada tanto para a academia como para a sociedade.

1.2. Objetivos gerais e específicos

Baseando-se na contextualização do problema apresentada, a presente pesquisa tem como objetivo geral levantar evidências empíricas que permitam uma melhor compreensão das consequências das conexões políticas para as empresas brasileiras listadas em bolsa, no que diz respeito a seu desempenho e acesso a financiamento oferecido por bancos públicos de desenvolvimento.

Pormenorizadamente, pretendem-se alcançar os seguintes objetivos específicos:

I – apresentar o atual estágio da pesquisa acerca de conexões políticas por meio de extensa revisão de literatura;

II – verificar se existe relação estatisticamente significante entre desempenho e a existência de conexão política nas empresas;

III – verificar por meio de levantamentos empíricos se as empresas conectadas politicamente possuem mais facilidade na obtenção de empréstimos concedidos por instituições financeiras ligadas ao governo.

1.3. Hipóteses a serem testadas

Sampieri (2006) explica que as hipóteses de um trabalho científico são diretrizes que indicam para o leitor o que o pesquisador está tentando provar. De acordo com Sampieri (2006), nem sempre se faz necessária a formulação de uma hipótese, mas quando se trata de trabalhos que possuam enfoque quantitativo e que tenham o objetivo de correlacionar determinados fenômenos ou variáveis (tal qual é o caso da presente dissertação), sua elaboração é indispensável.

Marconi e Lakatos (2010) acrescentam que a hipótese deve ser redigida na forma de uma afirmação e que representa uma resposta ao problema de pesquisa especificado. Por definição, tal resposta não é definitiva e deverá ser testada ao longo do

trabalho a fim de que se verifique se ela é ou não adequada para responder à questão de pesquisa levantada.

A hipótese de pesquisa também deve possuir algumas características definidas por Sampieri (2006):

- Devem se referir a uma situação social real, isto é, o contexto no qual se insere a hipótese a ser testada deve ser muito bem delimitado pelo pesquisador;
- As variáveis enunciadas na hipótese devem ser claras e precisas, quer dizer, não é adequado se utilizar de termos genéricos ou vagos quando se declara a hipótese de uma pesquisa;
- No enunciado da hipótese a relação proposta entre variáveis deve possuir embasamento lógico, pautado na teoria já consolidada acerca do tema que se quer abordar;
- As variáveis utilizadas na hipótese devem também ser passíveis de mensuração;
- Por fim, uma hipótese deve se relacionar com técnicas existentes de comprovação, isto é, a correlação enunciada deve necessariamente estar sujeita a testes capazes de verificar sua veracidade.

Levando em conta as exigências expostas por Sampieri (2006) e Marconi e Lakatos (2010), a presente dissertação define as seguintes hipóteses correlacionais:

No que se refere à Questão 1 da pesquisa:

H1 – Existe relação positiva e estatisticamente significante entre a presença de indivíduos conectados politicamente nos conselhos de administração das empresas de capital aberto no Brasil e o desempenho apresentado por elas;

Baseando-se na revisão bibliográfica realizada, espera-se que as empresas conectadas politicamente, por meio do conselho de administração, apresentem um desempenho superior àquelas que não possuem essa forma de conexão política.

Conjectura-se que as empresas com conexões obtenham benefícios que poderão ser observados, por meio da análise de seu desempenho ao longo do período estudado.

Da mesma forma, empresas que realizaram doações em campanhas políticas também apresentariam desempenho superior:

H2 – Existe relação positiva e estatisticamente significante entre a realização de doações em campanhas políticas efetuadas pelas empresas de capital aberto no Brasil e o desempenho subsequente apresentado por elas;

Para responder à Questão 2 será testada a seguinte hipótese:

H3 – Existe relação positiva e estatisticamente significante entre as conexões políticas cultivadas pelas empresas de capital aberto no Brasil e o acesso que essas empresas têm a financiamentos concedidos pelo BNDES;

De acordo com a teoria e levantamentos empíricos revisados, um dos benefícios obtidos por meio de conexões políticas é o acesso a financiamento por um custo menor do que a taxa média de mercado. Dessa forma, espera-se que as empresas conectadas politicamente apresentem um volume maior de empréstimos concedidos pelo BNDES quando comparadas às empresas não conectadas. Ao se analisar a composição do conselho de administração é importante verificar se algum membro já ocupou posição gerencial no BNDES.

1.4. Justificativa da pesquisa

Segundo Sampieri (2006), a pesquisa científica não pode ter um fim em si mesmo, isto é, cabe ao pesquisador refletir sobre a importância de se estudar determinada questão de pesquisa e justificar para a sociedade e a comunidade acadêmica o porquê de seu estudo.

Sampieri (2006) prossegue explanando que a justificativa da pesquisa pode abordar alguns aspectos, como: (i) implicações práticas; (ii) valor teórico; e (iii) viabilidade.

Acerca das possíveis implicações práticas para a sociedade, explorar a relação que as doações de pessoas jurídicas realizadas para campanhas políticas têm sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas contribui para o entendimento do processo democrático no Brasil. Ao compreender um pouco mais sobre as motivações que as empresas têm para cultivar conexões políticas, pode-se verificar também a influência das organizações na alocação de recursos por parte do governo. Quando o governo beneficia determinada empresa porque dela recebeu recursos (financeiros ou não) é estabelecida uma relação de *quid pro quo* potencialmente prejudicial para os outros grupos da sociedade.

Da mesma forma, o estudo dos impactos da composição do conselho de administração é importante para as empresas e seus acionistas, uma vez que as decisões tomadas ditam os rumos estratégicos que a firma irá seguir.

Abordando o segundo critério definido por Sampieri (2006), contata-se que o valor teórico do trabalho se dá pela possibilidade de se contribuir para as pesquisas em diversas áreas como nas ciências políticas, ciências contábeis, governança corporativa e ainda, no direito.

Conforme aponta Mancuso (2012), grande parte das doações eleitorais são realizadas por empresas, entretanto, ainda não se sabe os impactos que essas doações trazem para empresas e para a gestão realizada pelos candidatos eleitos.

Pela perspectiva das ciências contábeis, tem-se que a questão só pode ser analisada por meio das informações contábeis e financeiras disponibilizadas nas demonstrações contábeis divulgadas pelas empresas. A pesquisa aqui delineada pretende testar a sensibilidade de métricas de desempenho construídas com informações contábeis das empresas listadas em bolsa.

Inserindo-se no campo do direito, Bebchuk e Jackson Jr. (2013) discutem sobre a criação pela *Securities and Exchange Commission (SEC)* de uma regulamentação que obrigue as empresas a divulgarem seus gastos relacionados à política (como atividades relacionadas a *lobby* e as contribuições para campanhas políticas). Esses autores defendem a importância de se informar os acionistas a respeito dos gastos que a empresa tem com atividades desse tipo.

Na literatura de governança corporativa, autores como Yu e Main (2012) acrescentam ao debate acerca dos efeitos da composição do conselho de administração, verificando os efeitos da nomeação de membros ligados à política no desempenho das empresas. Focando sua análise no Japão e em Taiwan, os autores ponderam sobre o poder de monitoração dos conselhos após a indicação de membros ligados ao governo.

Bebchuk e Neeman (2009) se apoiam nas teorias sobre jogos e equilíbrio para tentar modelar a relação entre atividades de *lobby* e o nível de proteção aos investidores. Por meio desse ensaio teórico, os autores sugerem uma série de hipóteses que merecem ser testadas por trabalhos futuros.

Existem também autores que se propuseram a tratar da questão das conexões políticas no ambiente brasileiro, porém, a literatura não é tão profusa. Bandeira-de-Mello *et al.* (2012); Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012); Costa, Bandeira-de-Mello e Marcon (2013); Lazzarini (2011) e Sztutman e Aldrighi (2013) se propuseram a examinar os laços mantidos entre o governo brasileiro e as empresas. Dentre seus achados, essas pesquisas encontram uma associação positiva entre as conexões políticas e o desempenho financeiro das empresas, a diversificação dos grupos empresariais brasileiros e o acesso a financiamento por bancos estatais.

Apenas com esses exemplos, pode-se observar que o tema sobre conexões políticas é bastante rico e pode ainda ser explorado sob a égide de diversas teorias. Nesse contexto, conforme já mencionado, o presente trabalho pretende contribuir para o entendimento de alguns dos fatores que podem explicar a formação das conexões políticas e como elas podem afetar o desempenho empresarial. Como uma de suas possíveis contribuições, a presente dissertação busca oferecer uma análise mais extensa e aprofundada do tema, concentrando-se nas particularidades relacionadas ao Brasil.

Ademais, tratando da última característica abordada por Sampieri (2006), é importante salientar que a presente pesquisa se utiliza de dados secundários amplamente disponíveis para consulta pública, o que permite dizer que o critério de viabilidade de implementação da pesquisa é devidamente atendido.

1.5. Possíveis contribuições

O presente trabalho pretende contribuir com a literatura acerca do tema de conexões políticas e governança corporativa na medida em que se utiliza de uma base de dados inovadora no que tange a composição dos conselhos de administração das empresas brasileiras. Nesse sentido, a pesquisa atende ao critério da originalidade defendido por Marconi e Lakatos (2010).

Camilo e Bandeira-de-Mello (2012b) analisaram o conselho de administração das empresas listadas na BM&F Bovespa, mas esses autores não se utilizaram das informações do Formulário de Referência e restringiram o período analisado de 1999 a 2009, desconsiderando anos posteriores.

Sob essa perspectiva, a presente dissertação busca se diferenciar dos demais estudos da área, por meio da análise dos conselhos de administração ao longo do período de 2010 a 2013, distinguindo também se algum membro do conselho ocupou cargos gerenciais no BNDES, a fim de tentar explicar a obtenção de empréstimos concedidos pelo banco de desenvolvimento.

Outro aspecto a ser destacado em relação ao presente trabalho são os dados relativos às contribuições em campanhas eleitorais, uma vez que o período analisado (2002, 2006 e 2010) é mais extenso quando comparado aos outros estudos que embasam a fundamentação teórica do presente trabalho.

Ademais, restringindo-se à questão de financiamentos concedidos pelo BNDES, o trabalho também inova ao testar a sensibilidade da variável de volume de empréstimos obtidos juntos ao banco de desenvolvimento com relação ao passado profissional dos membros do conselho de administração das empresas da BM&F Bovespa. Stutzman e

Aldrighi (2013) e Claessens, Stijn e Laeven (2012) também escrevem sobre o acesso das empresas a financiamentos do BNDES, mas esses autores desconsideram o possível impacto da composição do conselho de administração das companhias na obtenção desses empréstimos.

Resumidamente, a presente dissertação se apoia nas lacunas deixadas pelos levantamentos empíricos existentes para criar uma possível contribuição adicional à literatura das conexões políticas, governança corporativa e ciências contábeis.

1.6. Estrutura do trabalho

O trabalho foi organizado em 5 capítulos que seguem a estrutura de relatórios de pesquisa proposta por Marconi e Lakatos (2010) e Da Silva e Menezes (2005). Essencialmente, um relatório de pesquisa deve ser composto por: (i) introdução; (ii) revisão da literatura; (iii) procedimentos metodológicos; (iv) resultados e (v) conclusão.

No primeiro capítulo da presente dissertação foi apresentada a introdução à pesquisa realizada. Por meio da contextualização do tema abordado, expõe-se o raciocínio que conduz às questões de pesquisa. Esse capítulo também propõe os objetivos a serem alcançados ao longo do estudo, bem como os argumentos que justificam a pertinência do tema escolhido.

No capítulo seguinte é realizada a revisão de literatura (também referida como revisão bibliográfica). Esta seção visa cumprir o objetivo de apresentar as principais definições relacionadas ao tema de estudo, além de prover o leitor de uma breve discussão sobre os principais resultados empíricos existentes atualmente.

Na seção de procedimentos metodológicos, tal como recomenda Da Silva e Menezes (2005), apresenta-se um detalhamento dos procedimentos de pesquisa realizados. Para que o leitor compreenda o caminho percorrido, é realizada uma minuciosa definição das variáveis e dos modelos utilizados. Ademais, descreve-se a amostra de dados analisada.

O capítulo 4 se compromete a apresentar os resultados obtidos com os testes estatísticos realizados, bem como a descrição estatística da amostra utilizada na pesquisa. Nessa seção discute-se o que se pode depreender desses resultados e se as hipóteses estabelecidas na introdução devem ou não ser rejeitadas.

Por fim, no capítulo de conclusão são retomadas as seções anteriores do trabalho para que se discuta se os procedimentos realizados foram suficientes para atingir os objetivos propostos. Baseando-se nos resultados, são apresentadas as lacunas não preenchidas pela dissertação, a fim de salientar oportunidades para pesquisas futuras.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Conforme apontam Marconi e Lakatos (2010), ao elaborar um trabalho científico é necessário informar o leitor dos pressupostos teóricos que subordinam seu desenvolvimento. Abordando a importância de uma revisão bibliográfica bem estruturada, Randolph (2009) afirma que o pesquisador deve tomar conhecimento do atual estágio da literatura acerca do assunto que irá estudar, a fim de que ele entenda como sua pesquisa acrescenta aos demais trabalhos já existentes. Destarte, esta seção está estruturada de modo a contemplar alguns estudos (os principais) que tratam do tema de conexões políticas e apresentar ao leitor um embasamento teórico sobre o tema.

A princípio foi realizada uma busca na ferramenta Google Acadêmico utilizando termos no idioma inglês e português que tivessem relação com o tema de conexões políticas. Essa ferramenta direcionou a pesquisa para algumas das principais bases de periódicos tais como *ScienceDirect*, *JSTOR* e *SciELO*. Além desse canal, fizeram parte da presente revisão bibliográfica artigos citados nos trabalhos extraídos das bases já mencionadas. Foi dada atenção especial aos estudos que tratavam das conexões políticas no mundo empresarial, bem como das motivações e possíveis consequências trazidas pelas conexões.

Artigos que não continham uma descrição clara dos procedimentos metodológicos utilizados foram excluídos. Com a seleção remanescente de trabalhos foi realizado um processo de análise que visou organizar esses estudos de acordo com seu objetivo e resultados obtidos. Em seguida, estruturou-se a seção de fundamentação teórica de forma a expor uma narrativa crítica concernente aos artigos analisados.

Antes de partir para revisão da literatura propriamente dita, foram expostas definições básicas sobre o tema de governança corporativa e conexões políticas que auxiliam no entendimento posterior dos estudos já realizados.

O primeiro tópico versa sobre a Teoria dos *Stakeholders* para que o leitor entenda a necessidade das empresas de gerenciar seu relacionamento com diversos *players* presentes no ambiente interno e externo e que podem influenciar os negócios da organização.

No tópico subsequente, elucida-se o conceito de conexões políticas, bem como as formas pelas quais essas conexões se manifestam no universo empresarial brasileiro. Esse tópico demonstra que no contexto brasileiro o governo sempre teve uma relação aproximada com alguns dos grupos empresariais existentes.

Para compreender melhor a relação entre tomada de decisão pelo gestor e objetivo final das empresas, é necessário estabelecer algumas definições acerca da governança nas corporações. O segundo tópico da fundamentação teórica se encarrega de abordar a literatura de governança corporativa e o mecanismo dos conselhos de administração.

O tópico 4 explica sobre a concessão de crédito por bancos públicos e o papel do BNDES no desenvolvimento econômico do país.

O tópico seguinte explica ao leitor sobre o mecanismo de doações por pessoas jurídicas nas campanhas políticas brasileiras, demonstrando a dimensão dessa fonte de recursos e sua interferência no processo democrático no Brasil.

Por fim, tem-se um esboço do atual estágio da literatura acerca do tema com a apresentação de alguns dos resultados mais recentes encontrados. Subdividiu-se esse tópico em outros três, a fim de classificar os diferentes impactos provocados pelas conexões políticas.

2.1. Teoria dos *Stakeholders* e o Governo como parte interessada

Complementando a visão tradicional da firma, Freeman (2001) ressalta a importância de a organização administrar com eficiência seu relacionamento com as diversas partes interessadas que afetam e são afetadas pelo negócio da empresa.

Acerca dessa visão, Sunder (1997) explica que uma firma pode ser enxergada como um nexo de contratos no qual cada parte pertencente à relação possui uma série de interesses, implícitos e explícitos, junto à organização.

Aprofundando-se em seu raciocínio, Freeman (2001) elenca ao menos 7 grupos de interesse que afetam e são afetados pelas atividades tipicamente realizadas por uma organização:

- **Funcionários:** os funcionários se filiam a uma organização esperando obter compensações financeiras em troca da mão de obra que oferecem à empresa;

- **Clientes:** os clientes adquirem os produtos da empresa na expectativa de satisfazer alguma necessidade pessoal. Além da qualidade do produto, atualmente os clientes ficam atentos ao comportamento da empresa e à maneira como tratam a sociedade e também como se utilizam dos recursos naturais extraídos do meio ambiente;

- **Credores:** esse grupo representa as empresas que concedem crédito para que as empresas possam financiar suas atividades rotineiras e investir em novos projetos;

- **Fornecedores:** os fornecedores estabelecem um relacionamento com as empresas e suprem suas necessidades de matéria prima e serviços que serão utilizados na entrega do produto final aos clientes;

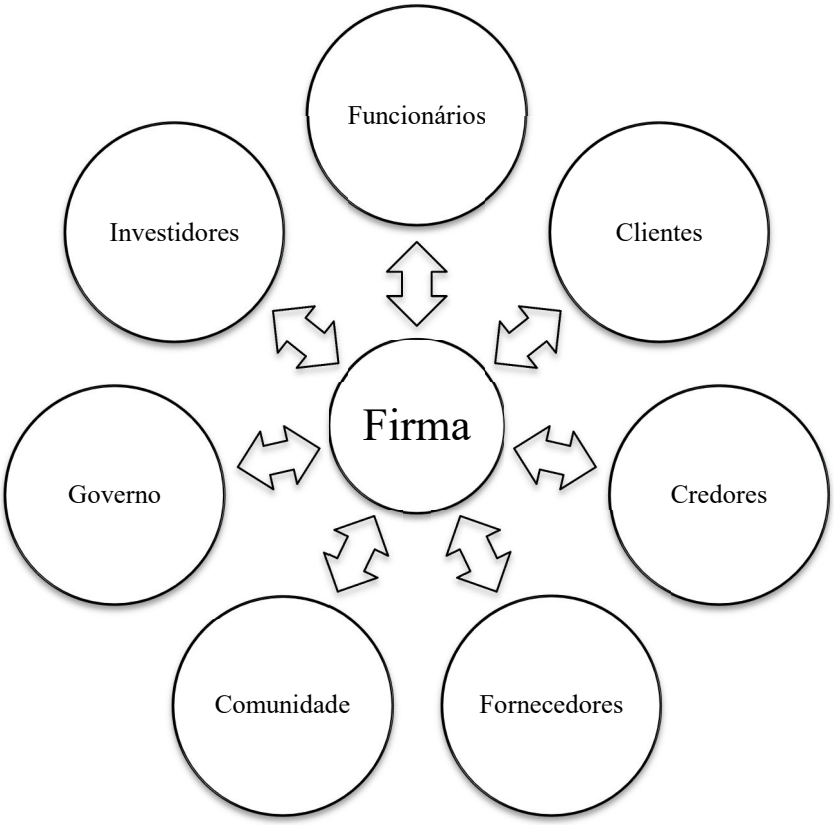
- **Comunidade:** a comunidade é afetada pelas ações da empresa mesmo que não consuma diretamente seus produtos. Assim como os clientes, a sociedade cada vez mais monitora as ações da empresa, a fim de verificar se ela está agindo dentro dos padrões éticos atualmente vigentes;

- **Governo:** o governo impacta direta e indiretamente as ações da empresa por meio de diversas formas como pela cobrança de impostos e pela regulamentação do ambiente no qual a empresa está inserida. As atividades do governo influenciam na receita e nas despesas da organização;

- **Investidores:** o grupo de investidores é formado pelos indivíduos ou organizações que investem capital em uma empresa esperando obter um retorno positivo no futuro.

De maneira esquemática, a Figura 1 pretende ilustrar a teoria desenvolvida por Freeman (2001):

Figura 1: Teoria dos *stakeholders*



Fonte: do Autor.

Além de se relacionarem com a empresa, os *stakeholders* também se relacionam entre si, formando uma rede complexa de conexões. Ademais, o impacto que um *stakeholder* tem sob a empresa não é uniforme e depende de uma série de fatores, dentre eles a região na qual a empresa está localizada.

No Brasil, o governo é um *stakeholder* muito importante, que sempre manteve uma estreita relação com o empresariado brasileiro. Teóricos como Holanda (1995) e Faoro (2001) descrevem um relacionamento paternalista e patrimonialista, caracterizado

por uma troca de favores que acabam por prejudicar o desenvolvimento econômico e social do Brasil.

O tópico subsequente abrange um relato dos trabalhos de estudiosos que estudam essa relação entre o governo e as empresas no Brasil.

2.2. Um capitalismo de laços – evidências históricas

Mais recentemente, Lazzarini (2011) faz uma importante análise histórica do Brasil e verifica que o relacionamento aproximado existente entre o governo brasileiro e algumas das empresas existentes no país é um fenômeno presente desde antes dos movimentos de independência ocorridos no século XIX. Conforme explica o autor, as empresas brasileiras poderiam realizar suas reivindicações unindo-se a grupos como entidades sindicais, associações etc. Entretanto, sem ponderar sobre as questões éticas envolvidas, uma estratégia clientelista na qual a organização lida pessoalmente como o governo e negocia uma "troca de favores", muitas vezes se apresenta como um caminho mais vantajoso (e com um custo mais baixo) e, portanto muito utilizado pelas empresas no Brasil. É nesse contexto que Lazzarini (2011) define o chamado capitalismo de laços, um sistema no qual as empresas se aproximam do governo (oferecendo benefícios), a fim de obter certa vantagem competitiva privada.

Não se pode dizer que sempre que alguma empresa está associada ao governo ocorra esse *quid pro quo*, mas conforme aponta Lazzarini (2011), o contexto sociopolítico brasileiro indica a estratégia de clientelismo como um dos principais componentes do capitalismo de laços. Análises elaboradas por historiadores como Faoro (2001) e Holanda (1995) evidenciam que esse tipo de relação possui origem no período colonial caracterizado por um sistema paternalista que, de certa forma, perdura até os dias de hoje.

Os laços estabelecidos entre empresa e governo se manifestam de diversas formas, como: (i) doações de empresas a campanhas políticas (de maneira lícita ou não) e (ii) quando um indivíduo com contatos na área pública é eleito como membro de um conselho administrativo (LAZZARINI, 2011). Sobre os benefícios associados a essas

ações, existem pesquisas que mostram que empresas que possuem laços políticos incorrem em benefícios como retorno anormal de ações, ou um acesso mais facilitado a financiamentos (CLAESSENS, FEIJEN E LAEVEN, 2008).

A próxima seção do trabalho se encarrega de descrever como o conselho de administração pode atuar como um canal que conecta as empresas de capital aberto brasileiras e o governo.

2.3. Governança corporativa e o mecanismo do conselho de administração

Não existe uma única maneira de definir governança corporativa. A fim de conciliar as principais concepções, Silveira (2010) define governança corporativa como o "conjunto de mecanismos que visam fazer com que as decisões corporativas sejam sempre tomadas com a finalidade de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio e o retorno de todos os acionistas".

A tomada de decisão pela alta cúpula de uma organização é um processo complexo, no qual muitas variáveis devem ser consideradas. Um dos componentes de complexidade desse processo tem origem na separação existente entre propriedade e controle nas organizações. Acerca dessa separação, Jensen e Meckling (1976) explicam que os acionistas, proprietários da empresa, contratam os executivos, também chamados de agentes, para que gerenciem os recursos que depositaram na firma. Jensen e Meckling (1976) esclarecem que nem sempre os executivos tomam decisões que estejam, de fato, no melhor interesse dos acionistas, fazendo com que os acionistas incorram no que foi denominado de custos de agência. Ainda segundo esses autores, um dos custos decorrentes dessa relação entre acionista e gestor é composto pelos gastos necessários para supervisionar as atividades do *CEO* dentro da organização.

A existência de conflito entre as ambições do *CEO* e dos acionistas não são as únicas fontes de divergência dentro da organização. Silveira (2014) ressalta que as decisões tomadas em uma empresa nem sempre resultam em maximização para o acionista principalmente por três motivos: (i) limitações técnicas do tomador de decisão; (ii) conflito de interesses e (iii) a presença de vieses cognitivos. Segundo esse autor, o

problema de limitação técnica é facilmente corrigível e se dá pela insuficiência de conhecimentos por parte do tomador de decisão com relação ao procedimento correto a ser seguido e também por sua incapacidade em determinar qual seria a melhor decisão a ser tomada (SILVEIRA, 2014).

Thompson (1993) define conflito de interesses como um conjunto de condições nas quais o julgamento profissional a respeito de determinado interesse primário (tal como o bem estar de outro ser humano) tende a ser indevidamente influenciado por interesses secundários (como ganhos econômicos pessoais, por exemplo). Dentro das organizações, os interesses primários estão vinculados à maximização de valor para os acionistas. Silveira (2014) ressalta que o conflito de interesses não está presente somente no relacionamento dos acionistas com o *CEO*, mas também no relacionamento entre acionistas minoritários e controladores, nas reuniões do conselho de administração e também na gestão efetuada pelos demais executivos da empresa. Resumidamente, esse tipo de conflito pode ocorrer sempre que os interesses coletivos se contrapõem aos interesses de um indivíduo específico.

A existência de vieses cognitivos não foi contemplada por Jensen e Meckling (1976) e, no contexto das ciências econômicas, representa um fenômeno relativamente recente na literatura acadêmica. O estudo da chamada economia comportamental surgiu principalmente com o trabalho de Tversky e Kahneman (1974). Segundo Tversky e Kahneman (1974), as pessoas tomam decisões baseando-se em um conjunto limitado de heurísticas. Muitas vezes essas heurísticas podem enviesar o julgamento de um indivíduo impedindo-o de escolher a decisão capaz de maximizar o bem estar social.

Ainda sobre o estudo comportamental das finanças, Morck (2008) define dois tipos de conflitos de agência: (i) conflito Tipo I, tratado no trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976); e conflito Tipo II, que ocorre em situações nas quais o indivíduo age como agente, quando na verdade, deveria estar agindo por conta própria. Morck (2008) cita o exemplo dos membros do conselho que possuem lealdade excessiva ao *CEO* da empresa permitindo que o presidente tome atitudes potencialmente prejudiciais aos acionistas, que deveriam ser representados pelos conselheiros.

Para tentar garantir o cuidado dos interesses dos acionistas, foram desenvolvidos alguns mecanismos de governança corporativa que pretendem evitar que o *CEO* cometa excessos na empresa.

Internamente à empresa, o principal mecanismo de governança corporativa é o conselho de administração, um órgão formado por membros representantes dos acionistas dentro da empresa e que são eleitos pelos sócios.

Existem diversos autores que teorizam acerca dos papeis desempenhados pelo conselho de administração. De acordo com Silveira (2010), esse órgão é encarregado de tomar decisões importantes, que dizem respeito à captação de recursos pela empresa e a realização de novos investimentos. Adicionalmente, o conselho age como tutor dos interesses dos acionistas e tem também a função de monitorar as atividades dos executivos (SILVEIRA, 2010).

A relação de papeis desempenhados pelo conselho de administração não é consenso entre pesquisadores. Na literatura é possível encontrar diferentes estudos que se propõem a discutir sobre quais seriam as funções exercidas por esse órgão. Sem a pretensão de esgotar o assunto, são apresentados a seguir alguns dos posicionamentos teóricos sobre as funções do conselho.

Zahra e Pearce (1989) explicam que, sob a perspectiva Legalista, o conselho de administração contribui para a empresa atuando segundo atribuições definidas em lei. De acordo com essa visão, os membros do conselho agem como uma espécie de guia, mas não interferem diretamente na definição dos rumos estratégicos e nas operações diárias da empresa (ZAHRA E PEARCE, 1989). Complementarmente, Huse e Rindova (2001) afirmam que a teoria Legalista confere aos conselheiros o dever de eleger e monitorar o *CEO*, avaliar o desempenho da empresa e agir como um órgão representante dos direitos e interesses dos acionistas.

A Teoria da Agência difundida por Jensen e Meckling (1976) defende que a principal função do conselho consiste em monitorar as ações dos executivos para garantir a criação de valor para o acionista. Segundo essa teoria, como os acionistas donos da empresa não podem acompanhar o dia a dia das operações, é possível que o

gestor se desvirtue de sua tarefa de tomar decisões que proporcionem a manutenção dos interesses dos sócios da empresa. Por meio de um conselho de administração eleito, os acionistas contratam pessoas que irão representar seus interesses diante do *CEO* da empresa.

Seguindo por outra vertente teórica, Pfeffer e Salancik (1978) se utilizam da Visão Baseada em Recursos para explicar as funções do conselho de administração. De acordo com esses autores, o desempenho da empresa é fortemente influenciado por fatores relacionados ao ambiente no qual a empresa está inserida. As demais empresas que compartilham do mesmo ambiente também têm o poder de influenciar umas as outras. Nesse contexto, Pfeffer e Salancik (1978) afirmam que, mais importante do que o rol de conhecimentos fornecidos pelos conselheiros, é a ligação que esses indivíduos proporcionam com o ambiente externo à empresa. Segundo essa abordagem, o conselho de administração funcionaria como um veículo para que a empresa possa cooptar outras organizações, a fim de controlar e estabilizar o ambiente na qual ela se insere (PFEFFER e SALANCIK, 1978).

Unindo essas três perspectivas (teoria da agência, visão baseada em recursos e teoria legalista), Tarus e Aime (2014), afirmam que o conselho desempenha três importantes funções: (i) de monitoramento de indicadores de *performance* e das ações dos executivos; (ii) de servir como uma espécie de elo que conecta a empresa e o ambiente externo a ela, e também (iii) é responsável pela definição dos rumos estratégicos da companhia. No Brasil, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa destaca ainda que cada membro do conselho deve contribuir no monitoramento e supervisão do gestor, bem como na definição das estratégias a serem implantadas pela empresa (IBGC, 2009, pp. 29-31).

Sem desprezar as demais teorias, esta dissertação se propõe a testar a perspectiva de Pfeffer e Salancik (1978), uma vez que busca examinar também se a presença de membros no conselho de empresas brasileiras que já trabalharam em órgãos do governo e empresas estatais, ou os que já ocuparam algum cargo político, está correlacionada com o desempenho obtido pela empresa e com seu acesso a capital de empréstimo fornecido pelo BNDES. Segundo Hillman, Withers e Collins (2009) existem uma série de resultados empíricos que suportam a ideia de Pfeffer e Salancik (1978) de que os

membros do conselho de administração seriam capazes de fornecer 4 benefícios às empresas: (i) aconselhamento para o *CEO*; (ii) acesso preferencial a recursos; (iii) legitimação e (iv) acesso a canais de informação do ambiente externo à empresa.

2.3.1. Diversidade do conselho de administração e seus impactos

Considerando a importância do conselho de administração como ferramenta de governança, diversos autores se propõem a testar os efeitos da diversidade do conselho de administração no desempenho empresarial. Tais pesquisas buscam verificar se existiria uma composição ideal de conselho capaz de maximizar o desempenho da empresa. Nessa vasta literatura, é possível encontrar estudos que analisam (i) a independência dos conselheiros; (ii) o tamanho do conselho; e ainda (iii) características demográficas dos conselheiros (tais como idade, sexo, etnia, formação acadêmica e histórico profissional).

Hafsi e Turgut (2013) se utilizam de dados em *cross section* de 95 empresas integrantes do índice *S&P500* referentes ao ano de 2005. Como caráter inovador na pesquisa, Hafsi e Turgut (2013) distinguem entre diversidade estrutural no conselho de administração (como independência e tempo de atuação dos membros, bem como o tamanho do conselho) e diversidade demográfica (referente às divergências demográficas que possam existir entre os membros de um mesmo conselho). Além disso, os autores testam os impactos da diversidade no conselho no desempenho social da empresa, definido como uma medida do sucesso da empresa em corresponder às expectativas de desempenho de seus *stakeholders*.

Mais amplo que o desempenho financeiro, a *performance* social utilizado por Hafsi e Turgut (2013) foi baseado em Hillman e Keim (2001) e é mensurado pela acumulação de 43 indicadores de sociais de *performance* inseridos em 7 categorias: (i) comunidade; (ii) meio ambiente; (iii) governança corporativa; (iv) direitos humanos; (v) questões relacionadas aos produtos fabricados pelas empresas; (vi) diversidade e (vii) relacionamento com funcionários. Esse estudo verifica que a diversidade estrutural por si só não contribui para o desempenho social da empresa. Aliada a diversidade estrutural a empresa deve implementar diversidade demográfica em seu conselho de

administração, a fim de incrementar seu desempenho social. Variáveis de gênero e idade se mostraram estatisticamente significantes no modelo utilizado (HAFSI e TURGUT, 2013).

Apoiando-se na teoria desenvolvida por Pfeffer e Salancik (1978), de que os membros do conselho funcionariam também como uma ponte de conhecimento entre a empresa e as demais organizações, existem trabalhos que se propõem a testar o efeito de interligação de conselhos (*board interlocking)* no desempenho das companhias. No conceito de interligação de conselhos, o mesmo indivíduo atua como conselheiro em mais de uma empresa, agregando assim conhecimento de diversos negócios e organizações. Segundo a teoria de dependência de recursos, a vantagem de possuir um conselheiro que atua em múltiplas empresas reside no fato de que esse membro permitirá que a empresa tenha acesso a informações de outras organizações existentes em seu ambiente (PFEFFER E SALANCIK, 1978).

Em um contexto de mercado com alta concentração acionária, Silva, Majluf e Paredes (2006) examinam uma amostra de 177 empresas, a fim de explicar os resultados conflitantes encontrados na literatura que relaciona o efeito do controle exercido por grupos empresariais no desempenho das empresas. Tais resultados empíricos podem ser explicados pelas diferenças na estrutura de governança corporativa existente em cada grupo empresarial. De acordo com Silva, Majluf e Paredes (2006), quando o direito de voto não está altamente concentrado nas mãos de alguns sócios controladores e, ainda, se existe uma convergência entre esses direitos de voto e o que os autores chamam de direitos econômicos (a quantidade de dividendos que devem receber os acionistas controladores), observa-se uma relação positiva entre desempenho e interligação de conselhos. Isso ocorre porque, segundo os autores, a alta concentração do direito de voto permite que os acionistas controladores expropriem valor dos minoritários. Se os acionistas controladores esperam extrair mais valor da firma por meio de seu direito de voto do que pela distribuição de dividendos, a relação entre interligação e desempenho se torna negativa. A métrica de desempenho utilizada nesse trabalho é o indicador Q de Tobin.

Ainda sobre a diversidade demográfica em conselhos, Carter *et al.* (2010), analisam a influência da diversidade étnica e de gênero do conselho de administração no

desempenho financeiro de empresas de capital aberto que compõem o índice *S&P 500* nos Estados Unidos. Segundo os autores, as variáveis demográficas centrais do estudo não se mostraram significantes na determinação do desempenho econômico futuro da empresa.

Com relação à idade dos conselheiros, Ali e Ng (2014), se debruçaram sobre empresas listadas na bolsa de valores australiana e analisaram uma amostra de 288 companhias. Segundo Ali e Ng (2014), a diversidade de idade está associada um aumento do indicador retorno sobre ativo (ROA) das empresas. Esses autores afirmam, no entanto, que a curva de efeito do fator idade sobre desempenho possui uma forma quadrática, de modo que um excessivo grau de diversidade de idade pode resultar em um efeito negativo no desempenho da empresa.

Os resultados desses trabalhos que examinam a relação entre a idade dos conselheiros e o desempenho da empresa sugerem a existência de um efeito adverso provocado pela diversidade de idade. Se por um lado conselheiros mais velhos (acima de 50 anos) tendem a serem mais conservadores e menos propensos à adoção de novas estratégias, o conjunto de experiências acumulados ao longo de suas carreiras pode trazer efeitos benéficos para a empresa. Em contrapartida, membros mais jovens não trazem consigo tanta experiência profissional, mas tendem a ser mais flexíveis e mais adeptos à experimentação de novas estratégias empresariais. Ademais, autores como Hafsi e Tutgut (2013) apontam que um conselho com membros de diferentes idades pode provocar efeitos negativos no desempenho da empresa, devido a um possível conflito de geração existente entre membros mais velhos e seus colegas jovens.

Analisando os impactos da estrutura do conselho (tamanho e independência dos conselheiros) no desempenho das empresas, Wintoki, Linck e Netter (2012) não encontram relação estatisticamente significante entre as variáveis. Diferentemente de muitos estudos acerca do tema, os autores se preocupam com o problema de endogeneidade, sugerindo que o conjunto de características que compõe o sistema de governança corporativa seja influenciado também por desempenhos alcançados no passado. Outro ponto de destaque é que os autores se utilizam do Método Generalizado de Momentos para tratar do problema de causalidade reversa.

Conforme observam Johnson, Schnatterly e Hill (2012), os estudos acerca do tema possuem diferenças quanto à metodologia e amostra utilizadas, mas ainda assim, não é possível afirmar uma relação definitiva entre diversidade estrutural e demográfica do conselho de administração e o desempenho da empresa. Em suma, esses autores observam que não existe uma consistência no relacionamento entre a diversidade demográfica do conselho de administração e o desempenho obtido pela firma.

2.3.2. Diversidade do conselho de administração e seus impactos: estudos no Brasil

Referente à composição do conselho de administração, existem alguns estudos realizados com amostras de empresas brasileiras. Silveira, Barros e Famá (2003), trabalharam com uma população de 218 empresas, sorteando uma amostra composta por 120 organizações ao longo dos anos de 1998 a 2000. Em consonância com o que afirma a teoria, o resultado obtido pelos autores indica uma relação quadrática e negativa entre tamanho do conselho e desempenho, o que implica na existência de um número ótimo de indivíduos que devem formar um conselho de administração. Por outro lado, a variável que representa a independência dos membros do conselho se mostrou estatisticamente insignificante (SILVEIRA, BARROS E FAMÁ, 2003).

Em outro estudo, Silveira *et al.* (2009) analisam 200 empresas brasileiras por um período de 6 anos por meio da técnica de regressão com efeitos fixos, a fim de descobrir alguns dos determinantes do nível de governança corporativa das empresas. Como resultado, os autores encontraram uma relação positiva entre o nível de governança e o valor da firma, mas tal resultado deve ser cuidadosamente analisado, uma vez que existe indicação de causalidade reversa entre o nível de governança e o desempenho das empresas.

Especificamente com relação a gênero, Silveira *et al.* (2014), estudam um grupo de 837 empresas durante um período de 6 anos (1997-2012) e concluem que a proporção de mulheres na presidência de conselhos de administração no Brasil é irrisória e tem se mantido estável (em um nível de 4%) no período de 10 anos analisado (2003-2012). Ao longo dos 16 anos analisados, cerca de metade das empresas da

amostra não apresentou nenhum membro do sexo feminino no conselho de administração. Ademais, os autores observam uma relação positiva entre diferentes medidas de desempenho e a proporção de mulheres no conselho de administração das empresas.

Mellone Júnior e Saito (2004) analisam dados de substituição de executivos no período de 1997 a 2001. De acordo com essa pesquisa, conselhos com maior grau de independência são mais eficientes na substituição de um executivo, diante da constatação de um desempenho ruim. Com relação ao tamanho do conselho, observa-se uma relação negativa entre essa variável e a frequência na substituição de executivos. Segundo os autores, em um conselho considerado grande pode contar com membros *free riders*, que não realizam de forma correta seu papel de monitoramento. Assim, as variáveis de independência e tamanho mostram-se significativas no nível de eficiência do conselho de administração.

Mesmo no Brasil, não existe ainda um consenso sobre como seria a composição ideal do conselho de administração e o valor proporcionado por esse mecanismo, ainda assim, são feitas algumas recomendações às empresas referentes a fatores como o tamanho do órgão, a independência, idade e o prazo do mandato dos conselheiros. No Brasil, o IBGC (2009, pp. 32-36) sugere que os conselhos não devem comportar menos de 5 e mais de 11 membros, cada conselheiro deve ser também independente e não deve possuir um mandato superior a 2 anos. Todas essas recomendações têm o intuito de proporcionar uma ótima eficiência do conselho de administração das empresas, a fim de que ele possa cumprir seu papel de monitorar os executivos e representar os acionistas.

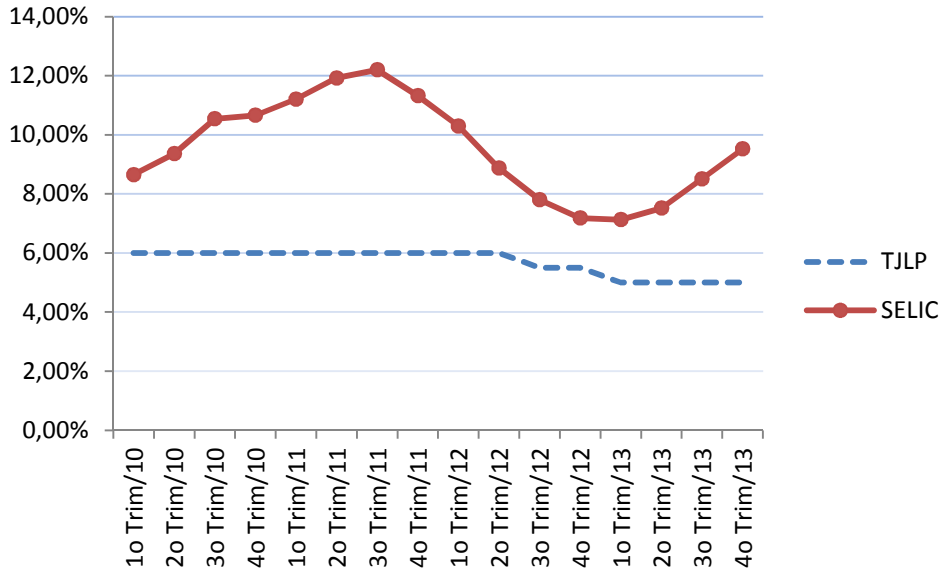
2.4. O papel do BNDES

Criado em 1952, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES) tem a função de fornecer financiamento às empresas brasileiras, a fim de contribuir para o desenvolvimento econômico do Brasil (BNDES, [1999?]a). A vantagem do financiamento concedido pelo BNDES se dá pelo fato de se tratar de um empréstimo subsidiado, fornecido a taxas bem abaixo da média praticada no mercado.

O art. 1º da Lei nº 10.183/2001 estabelece que a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), utilizada nos empréstimos concedidos pelo BNDES, é calculada considerando dois fatores: (i) a meta da inflação pro rata para os próximos doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa e (ii) um prêmio de risco (BRASIL, 2001).

Conforme se observa no gráfico 1, considerando o período de 2010 a 2013, a taxa praticada pelo BNDES sempre se mostra mais vantajosa do que a taxa de base utilizada pelas outras instituições financeiras:

Gráfico 1: Comparação Selic x TJLP



Fonte: do Autor.

Levando em conta essa diferença entre taxas, pode-se concluir que receber empréstimo pelo BNDES pode representar uma vantagem competitiva para as empresas, uma vez que as taxas mais baixas implicam em uma diminuição nas despesas financeiras dessas empresas. Nesse período de 2010 a 2013, o BNDES desembolsou cerca de 650.000 milhões de reais para empresas de todos os portes no Brasil (BNDES, [1999?]b).

Na academia, os fatores que podem influenciar a concessão de empréstimos às empresas têm sido alvo de especulação pelos pesquisadores, que procuram determinar quais são as variáveis que o BNDES considera para desembolsar esses financiamentos (CLAESSENS, FEIJEN e LAEVEN, 2008; CARVALHO, 2014).

No contexto da literatura sobre conexões políticas trabalha-se com a hipótese de que os bancos de desenvolvimento sejam utilizados como um canal de maximização dos interesses políticos do governo e que a alocação de capital por essas instituições não seja de fato realizada com fins de promover o desenvolvimento da economia, mas sim de servir às agendas pessoais dos governantes. Dessa forma, empresas que mantêm conexões políticas poderiam ter vantagem na obtenção de empréstimos junto ao banco de desenvolvimento.

Apesar de já abordado, esse é um tema ainda controverso, pois não existe um consenso entre os pesquisadores sobre os impactos das conexões políticas no recebimento de empréstimos do BNDES pelas empresas. Lazzarini, Mussachio, Bandeira-de-Mello e Marcon (2011), por exemplo, verificaram que as empresas listadas em bolsa que doaram para candidatos vencedores nas eleições de 2002 e 2006, receberam mais empréstimos do banco, indicando que as conexões políticas atuam como variável importante na determinação da alocação de capital pelo BNDES.

Mais adiante, na seção de levantamentos empíricos, são discutidos outros trabalhos que procuram analisar a concessão de empréstimos pelo BNDES.

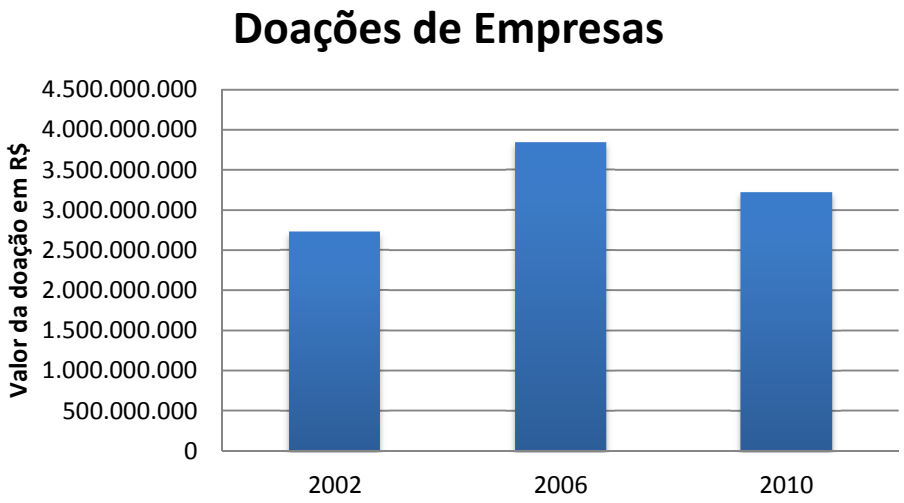
2.5. Mecanismo de doações em campanhas políticas no Brasil

No Brasil, o art. 81 da Lei 9.504/97 permite que as pessoas jurídicas efetuem doações diretamente a candidatos ou comitês financeiros, restringindo a soma dos valores doados a 2% do faturamento bruto obtido pela empresa no ano anterior à eleição (BRASIL, 1997)[1].

Desde o início da vigência dessa Lei, as doações realizadas pelas empresas para as campanhas políticas têm se tornado uma das principais fontes de financiamento das eleições brasileiras. O gráfico 2 ilustra a evolução das doações realizadas pelas empresas nas eleições de 2002, 2006 e 2010 no Brasil:

[1] Em 17 de set. de 2015 o Supremo Tribunal Federal decidiu pela proibição de doações realizadas por empresas às campanhas políticas. Tal decisão já deve ser aplicada nas eleições 2016 (MAGRO, 2015).

Gráfico 2: Financiamento de campanhas políticas pelas empresas brasileiras



Fonte: Tribunal Superior Eleitoral

A magnitude dos valores envolvidos no patrocínio das eleições no Brasil justifica a importância de se estudar quais são as variáveis envolvidas no processo de financiamento eleitoral. Atuando nessa linha, Samuels (2001) afirma que o financiamento de campanhas impacta significativamente os resultados das eleições legislativas, de modo que a quantidade de votos recebida por um candidato possui correlação com a soma de dinheiro arrecadada em sua campanha. Em outras palavras, a probabilidade de os candidatos serem efetivamente eleitos é influenciada positivamente pela quantia de dinheiro arrecadada em sua campanha.

Se por um lado, o incentivo dos candidatos em solicitar doações esteja fortemente atrelado ao desejo de maximizar a angariação de votos, a razão pela qual as empresas optam por desembolsar quantias relevantes para os partidos ainda não está clara. Nesse sentido, o presente trabalho questiona se as doações realizadas pelas empresas têm impacto no seu desempenho econômico financeiro.

Na seção de levantamentos empíricos são discutidos os trabalhos que abordam esse tema das consequências, para os financiadores, das doações em campanhas políticas. No entanto, conforme aponta Mancuso (2012), os resultados empíricos obtidos até o momento não são consistentes e os impactos das doações no desempenho das empresas não é entendido claramente pelos pesquisadores.

2.6. Levantamentos Empíricos

No processo de elaboração do marco teórico definido por Sampieri (2006), é importante que se faça um apanhado geral dos estudos que estejam relacionados ao tema abordado e que possam servir de referência na interpretação dos resultados que serão obtidos no presente trabalho. Dessa forma, a fim de prover sustentação teórica ao tema, esta seção se encarrega de apresentar os resultados mais relevantes acerca dos impactos das conexões políticas para as empresas.

Não se restringindo apenas ao Brasil, os trabalhos aqui relatados foram construídos em ambientes diversificados no que diz respeito aos sistemas políticos e econômicos adotados nos países.

2.6.1. Conexões políticas e desempenho das empresas

Existem estudos que testam métricas de desempenho das empresas como uma função de variáveis de conexões políticas e outras métricas utilizadas como controle. Conforme já mencionado anteriormente, os resultados obtidos não são consistentes e nem sempre as empresas politicamente conectadas apresentam desempenho superior àquelas que não mantêm conexões. Alguns estudos não encontram relação estatisticamente significante entre desempenho e a variável de conexão política. Uma das causas para essa diversidade está vinculada à variável utilizada para denotar conexão política.

Fan, Wong e Zhang (2007) analisam 790 empresas chinesas que realizaram seus *IPOs* no período de 1993 a 2001, a fim de verificar como as conexões políticas dos *CEOs* da amostra afetam o desempenho contábil e acionário dessas firmas. As evidências desse estudo mostram que as companhias ligadas ao governo apresentam desempenho acionário e contábil inferior àquelas cujos *CEOs* não tinham suas carreiras atreladas à política ou às forças armadas.

Em um ambiente marcado pelo desrespeito à propriedade privada e pela existência de um mercado de capital altamente regulamentado, Fan, Wong e Zhang (2007) argumentam que a impossibilidade de se transferir as ações em posse do Estado

juntamente com o direito do governo em nomear *CEOs,* representam um obstáculo ao desenvolvimento dos empreendimentos na China. Fundamentalmente, os agentes governamentais entram na empresa como *CEOs* buscando extrair benefícios particulares que vão de encontro aos interesses dos demais acionistas.

A princípio esse resultado pode parecer contrário à hipótese testada nessa dissertação de que as conexões políticas dos membros do conselho de administração das empresas brasileiras provoca impacto positivo em seu desempenho contábil e financeiro. No entanto, o canal de conexão política testado por Fan, Wong e Zhang (2007) difere daquele utilizado no presente trabalho. Segundo a lógica aplicada pelos três autores, as empresas cujos *CEOs* são politicamente conectados tendem a abraçar projetos que não estão necessariamente associados à maximização de valor da empresa, mas que podem resultar em ganho pessoal para o *CEO* e seus aliados. Conforme já declarado, o presente trabalho se baseia no raciocínio de que os membros do conselho politicamente conectados trariam alguns benefícios às empresas de capital aberto brasileiras, dentre eles, acesso mais facilitado a financiamento fornecido pelo BNDES.

Utilizando uma *proxy* diferente para examinar as ligações políticas das empresas, Li *et al.* (2008), explicam que a forte intervenção do governo na economia, aliada às falhas institucionais existentes em algumas províncias da China resultam em um ambiente hostil para o desenvolvimento da iniciativa privada. Como consequência, esses autores verificaram que muitos empresários chineses buscam se filiar ao Partido Comunista, a fim de adquirir vantagens para seus negócios sem necessariamente aumentar sua eficiência operacional. A filiação ao partido se mostrou positivamente correlacionada à obtenção de um maior desempenho nas empresas cujos donos estavam conectados politicamente. Além de um melhor desempenho, Li *et al.* (2008) também observaram que os empresários ligados ao Partido Comunista chinês obtêm maior facilidade em conseguir empréstimos junto aos bancos estatais. Por outro lado, nas províncias em que as instituições se mostram mais bem desenvolvidas, a busca por laços entre empresas e governo não é tão intensa.

Algumas diferenças merecem destaque nos trabalhos de Fan, Wong Zhang (2007) e Li, Meng, Wang e Zhou (2008). Enquanto o primeiro trabalho analisa somente empresas listadas em bolsa na China, o segundo se restringe aos empreendimentos de

capital fechado. Além disso, pode-se constatar que o perfil do dirigente em cada tipo de empresa (aberta ou fechada) não é o mesmo. Em Li *et al.* (2008), os administradores da amostra eram mais velhos, mais experientes e, ainda, possuíam mais anos de educação formal do que sua contraparte não associada politicamente. Por outro lado, quando Fan *et al.* (2007) comparam o *background* dos administradores conectados ou não politicamente levando em conta somente companhias abertas, verificaram que o *CEO* ligado ao governo era mais jovem, possuía menos tempo de educação formal e também não tinham tanta experiência à frente de empresas. Ademais, Li *et al.* (2008) e Fan *et al.* (2007) utilizam diferentes métricas para medir o desempenho das empresas de suas amostras.

Boubakri, Cosset e Saffar (2008), analisam 245 empresas que passaram por um recente processo de privatização e que se encontram localizadas em países desenvolvidos ou em desenvolvimento, inclusive o Brasil. Assim como pretende esta dissertação, os autores analisam a composição do conselho de administração das empresas para verificar se existe algum membro com histórico na política. Entretanto, Boubakri, Cosset e Saffar (2008) divergem no sentido de que se utilizam do mesmo raciocínio de Fan, Wong e Zhang (2007) e acreditam que a presença de membros politicamente conectados seja danosa para a empresa. Segundo Boubakri *et al.* (2008), as empresas conectadas politicamente apresentaram um desempenho contábil inferior, comparado ao desempenho das empresas que não possuíam membros do governo em seu conselho. Além disso, os autores verificam o perfil das empresas conectadas e observam que tais organizações possuem alto grau de alavancagem financeira e costumam operar em setores altamente regulamentados. Por fim, alinhado com o trabalho de Lazzarini (2010), Boubakri *et al.* (2008) observaram ainda que em empresas nas quais o governo possui uma parcela significativa de propriedade é mais provável encontrar membros no conselho que ocupam ou já tenham ocupado algum cargo eletivo.

Mais uma vez destaca-se que o trabalho de Boubakri, Cosset e Saffar (2008) se opõem ao estudo proposto nessa dissertação, uma vez que as conexões políticas são vistas como destruidoras de valor para as empresas de capital aberto. Contrariamente ao que propõe o presente estudo, Boubakri *et al.* (2008) entendem que ao invés de proporcionarem vantagens como acesso mais facilitado a financiamento com juros abaixo da média do mercado, membros do conselho de administração politicamente

conectados direcionariam as estratégias da empresa focando em investimentos que não estariam no melhor interesse dos acionistas da empresa.

Grossman e Imai (2014) analisaram bancos na Inglaterra e no País de Gales ao longo período 1879 a 1909 para verificar os impactos das conexões políticas no retorno acionário dessas empresas. Esses autores examinaram os conselhos de administração dos bancos no período anterior à Guerra, buscando identificar se algum dos membros possuía título de nobreza ou um cargo no parlamento britânico. Assim como Fan *et al.* (2007) e Boubakri *et al.* (2008), Grossman e Imao (2014) encontraram uma relação negativa e estatisticamente significante entre o desempenho financeiro dos bancos e a *dummy* que indica a presença de membro com assento no parlamento. Segundo os autores esse resultado pode ser explicado porque os membros do conselho estariam ocupados demais com suas funções no parlamento e não teriam tempo para gerir os negócios do banco. Outro motivo apontado é que esses membros conectados seriam nomeados para o conselho apenas para dar prestígio aos bancos.

Yu e Main (2012) realizaram análise semelhante no Japão e em Taiwan buscando verificar sob quais condições o governo e as instituições financeiras se inserem nas empresas por meio do conselho de administração e também pela nomeação de diretores. Segundo testes efetuados por Yu e Main (2012), as empresas nesses países tendem a sofrer intervenções após obterem resultados ruins ao longo de certo período, de modo que o governo e as instituições financeiras interferem nas empresas visando melhorar seu desempenho operacional. Além disso, a presença do governo nas empresas (por meio do conselho ou na administração direta) se relaciona negativamente como desempenho subsequente apresentado pelas companhias. Ainda que esteja restrito ao Japão e a Taiwan, o trabalho de Yu e Main (2012) é importante para que se entenda uma das possíveis motivações podem levar as empresas a estabelecer conexões políticas.

Menozzi, Urtiaga e Vannoni (2011), por sua vez analisaram empresas italianas controladas pelo governo por meio de participação acionária ao longo do período de 1994 a 2004. Novamente esses autores encontraram uma relação negativa e significante entre a presença de conselheiros politicamente conectados e o desempenho apresentado por essas empresas, indicando mais uma vez que, nos casos das empresas italianas

analisadas, a presença de membros no conselho de administração que possuem alguma relação com o governo implica em uma alocação ineficiente de capital.

No Brasil, Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012) realizaram um estudo envolvendo empresas brasileiras ao longo do período de 1998 a 2009. As *proxies* utilizadas por esses autores para indicar conexão política dizem respeito à realização de doações em campanhas políticas pelas empresas da amostra e pela presença de membros no conselho de administração que já ocuparam cargos no governo.

Em outro estudo Bandeira-de-Mello, Marcon, Goldszmidt e Zambaldi (2012) se atêm somente às eleições de 2006 para estudar o impacto das doações realizadas pelas empresas no desempenho subsequente obtido por elas. Os achados desses autores indica uma relação positiva e estatisticamente significante entre as doações e o desempenho futuro das empresas, quando mensurado pelas variáveis ROE e Q de Tobin. É importante distinguir entre o estudo de Bandeira-de-Mello *et al.* (2012) e a pesquisa proposta nessa dissertação. O presente trabalho se propõe a uma análise mais robusta, que abrange outros ciclos eleitorais além do de 2006 e considera o desempenho nos quatro anos subsequentes ao ano de eleição analisado.

Em contraste com alguns dos estudos mencionados, esta dissertação se fundamenta na hipótese de que no Brasil, as empresas listadas em bolsa que possuem membros politicamente conectados têm acesso a benefícios que não estão facilmente disponíveis para as empresas sem conexões. Assim, espera-se uma relação positiva entre a presença de membros do conselho politicamente conectados e as métricas de desempenho futuramente adotadas nesse trabalho. Também se espera positiva a relação entre as doações efetuadas pelas empresas aos candidatos e partidos políticos e o desempenho posterior obtido por elas.

2.6.2. Conexões políticas e acesso a financiamento por bancos de desenvolvimento

Um dos benefícios advindos das conexões políticas pode se materializar na forma de um acesso mais facilitado a financiamentos concedidos a taxas inferiores à

média de mercado, tal como os empréstimos fornecidos por bancos de desenvolvimento. Nesse contexto, são apresentados nessa seção alguns trabalhos que testam uma possível associação entre *proxies* de conexões políticas e acesso a financiamento.

Hasan, Jackowicz, Kowalewski e Kozlowski (2014) analisaram empresas na Polônia e encontraram relação positiva e estatisticamente significante entre a presença de executivos e membros do conselho de administração politicamente conectados (com histórico relevante de atuação no governo) e o acesso a financiamentos concedidos por bancos no país. Ao estimar o acesso a financiamento pela razão entre os passivos não circulantes e o passivo total da companhia, pode-se dizer que os resultados encontrados pelos autores estão sujeitos a viés, uma vez que as contas de passivos nas empresas comportam muito mais do que as dívidas de empréstimos contraídos em instituições financeiras.

Utilizando-se outra *proxie* para conexão política, Claessens, Feijen e Laeven (2008) encontraram evidências de que as empresas que contribuíram com doações nas campanhas brasileiras referentes aos ciclos eleitorais de 1998 e 2002 puderam aprimorar seu acesso a financiamento e ainda apresentaram um retorno anormal positivo de suas ações no período subsequente ao anúncio dos vencedores dessas eleições. De maneira mais ampla, esses autores defendem que os benefícios obtidos por meio das conexões políticas permitem que as empresas compensem suas ineficiências e melhorem seu desempenho, sem ter (necessariamente) de aprimorar sua estrutura operacional.

Sztutman e Aldrighi (2013) contribuem com a literatura no Brasil utilizando uma base de dados inovadora contendo os 100 maiores grupos econômicos, a fim de analisar se existe alguma relação entre as doações a campanhas realizadas por alguns desses grupos e a concessão de crédito pelo BNDES. Esses autores analisam dados de 2006 e verificam indícios de uma relação positiva entre as doações a campanhas e os empréstimos concedidos pelo BNDES, considerando apenas as doações realizadas a candidatos vencedores.

Carvalho (2014) abrange mais de 13.000 empresas industriais durante o período de 1995 a 2005 para verificar como políticos utilizam o BNDES como um canal para

conseguir benefícios particulares como auxílio em suas campanhas de reeleição e para influenciar o planejamento estratégico das empresas. De acordo com Carvalho (2014) alguns políticos interferem na concessão de empréstimos pelo BNDES, condicionando a captação de recursos à geração de empregos em regiões eleitoreiras. Em outras palavras, as empresas que conseguem recursos do banco ficam obrigadas a realizar sua expansão em regiões que podem contribuir para reeleição de candidatos que facilitaram a obtenção do empréstimo.

Em consonância a esses achados, Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello e Marcon (2011) realizaram uma análise com firmas brasileiras listadas na BOVESPA e encontraram relação positiva e estatisticamente significante (a um nível de 5%) entre as doações a campanhas realizadas a candidatos vencedores em 2002 e 2006 e o acesso a financiamento concedido pelo BNDES. Os autores se restringem a testar o efeito das doações sem analisar um possível efeito da composição dos conselhos de administração na obtenção de empréstimos junto ao banco de desenvolvimento.

2.6.3. Conexões políticas e outros impactos

O tema das conexões políticas também já foi explorado por outras perspectivas que buscaram ver o impacto dessas relações em outros fatores além dos que são abordados nessa dissertação. Alguns autores encontraram evidências de que o efeito das conexões não se relaciona somente com o desempenho e o acesso a financiamento pelas empresas, mas também com a diversificação de grupos empresariais, com a remuneração dos principais executivos das corporações politicamente conectadas e com a alocação de contratos de licitação pelo governo (COSTA, BANDEIRA-DE-MELLO & MARCON, 2013; CHIZEMA, LIU, LU e GAO, 2015; GOLDMAN, ROCHOLL & SO, 2013).

No Brasil, o número de estudos que buscam verificar as consequências do relacionamento governo-empresa vem aumentando cada vez mais. Costa, Bandeira-de-Mello e Marcon (2013) verificam que as conexões políticas custeadas pelas empresas, por meio de contribuições em campanhas políticas estão positivamente correlacionadas com o aumento na diversificação dos grupos empresariais no Brasil. Segundo os

autores, a teoria de custos de transação normalmente utilizada para explicar o comportamento de grupos empresariais não seria suficiente para explicar a evolução desses grupos no caso do Brasil.

Chizema, Liu, Lu e Gao (2015) estudam a relação entre as conexões políticas e a remuneração concedida aos altos executivos de 964 empresas chinesas ao longo do período de 2002 a 2008. Chizema *et al.* (2015) encontraram uma relação negativa e significante entre essas variáveis sugerindo que no contexto de um regime político comunista adotado pela China, empresas que possuem conexões políticas podem escolher uma remuneração relativamente inferior aos altos executivos, a fim de equilibrar melhor a distribuição de renda dentro da empresa. Essa evidência é corroborada pelo fato de que a dispersão entre os salários dos funcionários dentro de empresas conectadas também é significativamente inferior às empresas sem conexões.

Em outra análise Goldman, Rocholl e So (2013) observaram que as empresas de capital aberto localizadas nos EUA e que possuem membros do conselho de administração politicamente conectados apresentaram aumento em contratos de licitação firmados após as eleições, quando os vencedores estavam filiados aos mesmos partidos dos conselheiros com conexões políticas. Observa-se que mesmo de maneira indireta as conexões políticas podem contribuir com o desempenho das empresas conectadas.

1.6.4. Sumarização dos estudos anteriores

O quadro 1 pretende ilustrar de maneira resumida os estudos empíricos realizados anteriormente e que serviram de base para a presente dissertação.

Quadro 1: Sumarização dos estudos anteriores

Autor	Ano	Local de Coleta dos Dados	Variável de Conexão Política	Resultados
Boubakri, Cosset Saffar.	2008	Diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento.	*Dummy* que assume valor 1, caso um membro do conselho de administração já tenha ocupado cargo político no governo.	(-) Desempenho contábil.
Fan, Wong, Zhang.	2007	China	*Dummy* que assume valor 1, caso o *CEO* da empresa analisada já tenha ocupado cargo eletivo no governo.	(-) Desempenho contábil.
Li *et al.*	2007	China	*Dummy* que assume valor 1, caso o *CEO* da empresa esteja filiado ao partido comunista.	(+) Desempenho contábil.
Grossman Imai.	2014	Inglaterra	*Dummy* que assume valor 1, caso um membro do conselho de administração já tenha ocupado uma posição no parlamento ou tenha um título de nobreza.	(-) Desempenho financeiro.
Yu, Main.	2012	Japão e Taiwan	Número de conselheiros nomeados pelo governo.	(-) Desempenho contábil e financeiro.

Autor	Ano	Local de Coleta dos Dados	Variável de Conexão Política	Resultados
Menozzi, Urtiaga, Vannoni	2011	Itália	Número de membros politicamente conectados no conselho de administração das empresas com participação do governo.	(-) Desempenho contábil e financeiro.
Camilo, Marcon, Bandeira-de-Mello	2012	Brasil	Doações em campanhas políticas e presença de membros conectados no conselho de administração.	(+) Q de Tobin; (+) *Market-to-book*
Claessens, Feijen, Laeven	2008	Brasil	Doações em campanhas políticas nos ciclos de 1998 e 2002.	(+) Acesso a financiamento pelo BNDES; (+) Retorno anormal positivo.
Sztutman, Aldrighi	2013	Brasil	Doações em campanhas políticas para candidatos a deputados federais no ano de 2006.	(+) Diferença do volume de empréstimos contratados durante o período de 2007-2010 e 2003-2006.
Carvalho	2014	Brasil	Não se utiliza de uma variável específica para conexão política, mas consegue evidências de que o governo se utiliza do BNDES para influenciar as empresas a gerarem empregos em regiões eleitoreiras que contribuem para reeleição desses governantes.	

Autor	Ano	Local de Coleta dos Dados	Variável de Conexão Política	Resultados
Costa, Bandeira-de-Mello, Marcon	2013	Brasil	Diferença entre o total de candidatos concorrentes na eleição e o total de candidatos que receberam financiamento político de empresas.	(+) Índice de diversificação dos grupos empresariais brasileiros.
Bandeira-de-Mello, Marcon, Goldszmidt e Zambaldi	2012	Brasil	Montante doado pelas empresas nas eleições de 2006.	(+) ROE (+) Q de Tobin.
Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello	2011	Brasil	Montante doado pelas empresas nas eleições de 2002 e 2006.	(+) Acesso a crédito pelo BNDES.
Hasan, Jackowicz, Kowalewski e Kozlowski	2014	Polônia	Variável binária que abrange a presença de executivo ou membro do conselho de administração politicamente conectado.	(+) Financiamentos bancários, mensurada pela relação entre os passivos não circulantes e o passivo total da empresa.
Chizema, Liu, Lu, Gao	2015	China	Variável binária que abrange a presença de membro do conselho de administração politicamente conectado.	(-) Remuneração concedida aos principais executivos da empresa.
Goldman, Rocholl e So	2013	EUA	Presença de membro do conselho de administração com histórico de atuação no governo.	(+) Alocação de contratos de licitação após as eleições.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS ADOTADOS

Nesta parte do estudo, são apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para tratar da questão de pesquisa. Em primeiro lugar, faz-se necessário classificar a pesquisa de acordo com seus objetivos propostos. Depois é apresentada a relação das variáveis (principais e de controle) selecionadas para os testes de hipótese. Antes de partir para a definição operacional, buscou-se prover embasamento teórico que possibilite justificar a escolha de cada variável presente no estudo. Por fim, apresentam-se os modelos econométricos que visam explicar a relação entre as variáveis.

3.1. Método empregado

Utilizando-se a definição de Hair, Money, Samouel e Page (2003), a pesquisa realizada pode ser classificada como causal, já que seu objetivo é o de examinar a relação entre algumas das formas pelas quais as empresas buscam se aproximar do Estado e fatores como o desempenho obtido por essas organizações e o acesso a financiamentos concedidos pelo BNDES. Respeitando-se as condições de Hair *et al.* (2003) para realização de pesquisa causal, a revisão de literatura exposta em outras seções provê a sustentação de que é possível que exista uma correlação não espúria entre essas variáveis testadas e, portanto, justifica a realização do presente estudo.

Primeiramente, foi apresentada uma descrição pormenorizada das evidências que demonstram a dinâmica do relacionamento mantido entre os atores da política brasileira e algumas das grandes corporações situadas no país. Apenas para retomar a teoria, o relacionamento empresa-Estado pode ser examinado utilizando-se dois tipos de evidência: (i) o relatório de doações que as empresas fazem aos partidos políticos e (ii) a presença de indivíduos que possuam carreira política nos conselhos de administração das empresas. Ambas as variáveis são consideradas explicativas nos modelos econométricos empregados.

Em um segundo momento, recorreu-se às técnicas de regressão linear múltipla, a fim de verificar a relação entre as variáveis que capturam a relação aproximada entre

governo e empresa e as variáveis utilizadas para mensurar o desempenho exibido pelas empresas da amostra e o acesso ao capital financiado pelo BNDES. Tais técnicas permitem que o pesquisador teste hipóteses acerca do relacionamento entre variáveis.

3.2. Definição Operacional das Variáveis

3.2.1. Variáveis Principais

Uma das variáveis consideradas diz respeito ao currículo profissional dos membros do conselho de administração das empresas listadas na bolsa brasileira. Para ter acesso a essa informação, foi necessário analisar os formulários de referência dessas empresas publicados pela CVM. De maneira mais específica, conselheiros que ocupam ou já ocuparam cargos no poder judiciário, legislativo e executivo, bem como nas empresas brasileiras estatais e de capital misto, foram considerados politicamente conectados.

Segundo a Instrução 480 emitida pela CVM (CVM, 2009), as empresas são obrigadas a divulgar em seu Formulário de Referência o currículo dos membros do conselho de administração informando suas experiências profissionais de destaque transcorridas nos últimos 5 anos. De acordo com essa norma, no item 12.8 do formulário de referência deve-se incluir as informações relacionadas na Tabela 1:

Tabela 1 – Algumas exigências do Formulário de Referência

12.8. Em relação a cada um dos administradores, membros do conselho fiscal e membros do comitê de auditoria estatutário, fornecer:
a. currículo, contendo as seguintes informações:
i. principais experiências profissionais durante os últimos 5 anos, indicado:
• nome da empresa
• cargo e funções inerentes ao cargo
• atividade principal da empresa na qual tais experiências ocorreram, destacando as sociedades ou

	organizações que integram (i) grupo econômico do emissor, ou (ii) de sócios com participação, direta ou indireta, igual ou superior a 5% de uma mesma classe ou espécie de valores mobiliários do emissor
ii.	indicação de todos os cargos de administração que ocupe ou tenha ocupado em companhias abertas

Fonte: CVM, 2009.

Por meio da coleta dados disponíveis no Formulário de Referência foi possível criar uma variável binária que assume valor 1 quando a composição do conselho de administração da empresa analisada incluir um ou mais membros que possuam alguma conexão política dentro dos critérios supramencionados. Se não existirem conselheiros com algum histórico de carreira na política, a variável assume valor 0. A *dummy* em questão é indicada por CONSPOL. A base formada pelas informações de conexões políticas de cada conselheiro das empresas listadas em bolsa tem caráter inovador e representa uma das contribuições desta pesquisa.

Outra variável, LOG_DOACOES, representa o logaritmo do montante do valor doado pelas empresas a algum partido político ao longo dos ciclos eleitorais de 2002, 2006 e 2010. Autores como Bandeira-de-Mello *et al.* (2012) optaram por não utilizar os montantes doados informados nos relatórios disponibilizados pelo TSE. No entanto, entende-se que é preciso distinguir entre a relevância das doações realizadas pelas empresas. Além disso, optou-se por utilizar apenas dados relacionados aos candidatos vencedores em cada eleição.

Por fim, a variável LOG_EMPRESTIMOS indica o logaritmo do montante de empréstimos conseguidos via BNDES no período de 2010 a 2013. Essa variável segue a mesma linha utilizada por Sztutman e Aldrighi (2013) e foi criada para verificar o efeito das conexões políticas sobre a variação nos montantes emprestados pelo BNDES. Com a promulgação da Lei de Acesso a Informação é possível verificar os montantes concedidos pelo BNDES a título de empréstimo, bem como o cliente final a quem o capital foi destinado (BRASIL, 2011).

3.2.2. Variáveis de Desempenho

Uma vez que existem diversas métricas para mensurar o desempenho de uma empresa, reserva-se esta seção para realizar uma discussão acerca das variáveis consideradas neste estudo.

Martins, Diniz e Miranda (2012, pp. 224-227), afirmam que são cometidos muitos equívocos no cálculo e na interpretação do indicador *Return on Assets* (ROA). Segundo esses autores, seria mais correta a utilização do resultado operacional líquido após os impostos, uma vez que se pretende avaliar a rentabilidade operacional produzida pelos ativos da companhia. Portanto, segundo esses autores a tradicional medida de lucro líquido dividido pelo ativo total não estaria correta. A fim de aplacar um pouco a discussão, além da medida usual do ROA, utilizaram-se no trabalho as medidas EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) e EBIT (*earnings before interest and taxes*) ambos divididos pelo ativo total de cada empresa da amostra. As três variáveis foram nomeadas ROA, EBITDAT e EBITAT, respectivamente.

A utilização dessas métricas está consistente com os procedimentos praticados na literatura que aborda o tema das conexões políticas (Bandeira-de-Mello e Marcon, 2005; Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello 2012; Li, Meng, Wang e Zhou, 2008; Yu e Main, 2012).

Por fim, além das métricas contábeis já mencionadas o desempenho das empresas da amostra foi calculado também pela aproximação de Chung e Pruitt (1994) para o indicador de mercado Q de Tobin. Esse indicador é obtido por meio da soma entre o valor de mercado das ações ordinárias, com o valor de mercado das ações preferenciais e o valor das dívidas da empresa a curto e longo prazo, divididos pelo valor do ativo total da empresa. Essa variável possui o nome QTOBIN.

Todos esses índices foram calculados para o período de 2007 a 2014 e extraídos da base de dados Economática®. A Tabela 1 apresenta as definições operacionais de cada uma das variáveis tratadas nesta seção.

3.2.3. Variáveis de controle

Conforme explica Wooldridge (2012), a omissão de uma variável importante no modelo de regressão leva a um problema de subespecificação e resulta no viés dos estimadores que se pretende analisar. Assim, no contexto desta dissertação, é necessário incluir nos modelos testados outras variáveis que impactam e ajudam a explicar o desempenho obtido pelas empresas. A escolha das variáveis de controle aqui utilizadas se deu com base na extensa revisão da literatura acerca da relação entre conexões políticas e seus efeitos.

Tal como fazem Boubakri, Cosset e Saffar (2008), optou-se por utilizar o logaritmo natural do ativo total da empresa para controlar pelo tamanho das firmas da amostra. A essa variável foi dada o nome de TAM.

Baseando-se em Humphery-Jenner, Powell e Zhang (2012) utiliza-se ainda o grau de alavancagem financeira das empresas como variável de controle no modelo. Intitulada de LEV, essa variável é medida por meio da relação entre o retorno sobre o ativo e o retorno sobre o patrimônio líquido. Tal variável se faz necessária, pois se acredita que empresas mais endividadas possuam maior eficiência operacional.

Outra variável pretende controlar pela proporção entre o ativo imobilizado bruto da empresa e sua receita operacional líquida. Essa variável TANG visa indicar a capacidade de geração de receitas dos ativos imobilizados mantidos pela empresa. Seguindo Ciftci e Cready (2011), espera-se que tal indicador apresente relação positiva com o desempenho obtido pela empresa.

Assim como em Claessens, Feijen e Laeven (2008), utiliza-se ainda a variável CAPEXAT representada pela relação entre o indicador Capex e o ativo total da empresa. Essa medida serve para indicar o investimento realizado pela empresa em imobilizados.

Essas variáveis também foram coletadas por meio da base Economática® e sua definição operacional encontra-se resumida no Quadro 2.

3.2.4. Sumarização das variáveis utilizadas

Além de informar sobre a definição operacional das variáveis, é importante também definir a fonte da qual serão extraídas tais variáveis, além de delimitar sua função no modelo utilizado.

Assim, de maneira sintética, as informações relacionadas à construção, fonte e tipo das variáveis principais e de controle utilizadas nos modelos econométricos estão resumidas no Quadro 2:

Quadro 2 – Definição Operacional das Variáveis

VARIÁVEL	DEFINIÇÃO OPERACIONAL	FONTE	TIPO
CONSPOL	0 – empresa não possui conselheiros com histórico de passado político, considerando os últimos 5 anos. 1 – empresa possui conselheiros com histórico de passado político, considerando os últimos 5 anos.	Formulário de Referência (CVM)	Independente
BNDES	0 – empresa não possui conselheiros que ocuparam cargos de alta gestão no BNDES. 1 – empresa possui conselheiros que ocuparam cargos de alta gestão no BNDES.	Formulário de Referência (CVM)	Independente
LOG_EMPRESTIMO	Montante de empréstimo repassado pelo BNDES no ano.	Sítio do BNDES	Dependente
LOG_DOACOES	Logaritmo do montante da doação realizada pela empresa em determinado ciclo eleitoral.	Sítio do TSE	Independente
ROA	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Economática®	Dependente
EBITDAT	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Ativo Total}}$	Economática®	Dependente
EBITAT		Economática®	Dependente

	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo Total}}$		
VARIÁVEL	**DEFINIÇÃO OPERACIONAL**	**FONTE**	**TIPO**
QTOBIN	$\frac{\text{VMO} + \text{VMP} + \text{PC} + \text{PNC} - \text{AC} - \text{Estoques}}{\text{Ativo Total}}$ VMO – Valor de Mercado Ações Ordinárias VMP – Valor de Mercado Ações Preferenciais PC – Passivo Circulante PNC – Passivo não Circulante AC – Ativo Circulante	Economática®	Dependente
TAM	Log(Ativo Total)	Economática®	Independente Controle
LEV	$\frac{\text{Divida Total}}{\text{Ativo Total}}$	Economática®	Independente Controle
CAPEXAT	$\frac{\text{Capex}}{\text{Ativo Total}}$	Economática®	Independente Controle
TANG	$\frac{\text{Ativo Imobilizado Bruto}}{\text{Receita Operacional Líquida}}$	Economática®	Independente Controle

3.3. Modelos econométricos empregados

Seguindo a definição de Wooldridge (2012), esta pesquisa trabalha com dados em painel, já que são utilizadas informações de diversas empresas ao longo de um horizonte de tempo. Fávero *et al.* (2009) afirmam que existem três abordagens comuns para o estudo de dados em painel: (i) *POLS – pooled ordinary least squares*; (ii) efeitos fixos e (iii) efeitos aleatórios.

De acordo com Fávero *et al.* (2009) o modelo *POLS* assume que o coeficiente angular β da variável independente é idêntico para todas observações ao longo do

tempo; desconsiderando assim, "a natureza de cada *cross-section* estudada". Para modelos multivariados tem-se a seguinte representação trazida pela equação (1):

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X_{2it} + u_{it} \quad (1)$$

Gujarati e Porter (2004) explicam que o modelo de efeitos fixos presume que o intercepto da equação de regressão varia para cada uma das empresas da amostra analisada. Ainda segundo esses autores, o termo efeitos fixos é utilizado, pois apesar de o intercepto variar entre as empresas, ele se mantém constante para cada empresa ao longo do tempo. Sua representação genérica é dada pela equação (2):

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it} \quad (2)$$

Para introduzir a variação no intercepto, Gujarati e Porter (2004) sugere inserir variáveis *dummies* para representar o intercepto das empresas analisadas.

Quando se tem diversas unidades de *cross-section*, Gujarati e Porter (2004) explicam que o método de efeitos fixos pode não ser o ideal devido à perda de graus de liberdade associada à técnica. A fim de endereçar esse problema, pode-se utilizar um modelo de efeitos aleatórios, que trata cada intercepto da equação de regressão como uma variável aleatória, cujo valor esperado é dado pelo coeficiente do intercepto (GUJARATI e PORTER, 2004). De outra forma, o modelo de efeitos aleatórios assume que o intercepto β_{1i} na equação (2) é representado por $\beta_{1i} = \beta_1 + \varepsilon_i$, onde ε_i é uma medida de erro aleatória. Assim a equação que representa esse modelo é denotada em (3):

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \varepsilon_i + u_{it} \quad (3)$$

Para decidir qual método utilizar, Fávero *et al.* (2009) explicam que o teste de Chow (1960) permite escolher entre *POLS* e efeitos fixos, enquanto o teste de Hausman (1978) é usado para decidir entre efeitos fixos e efeitos aleatórios. Fávero *et al.* (2009) afirmam que o teste Chow (1960) trabalha com a hipótese nula de que os interceptos dos modelos de regressão são iguais para todas as *cross-sections*.

Por sua vez, Fávero *et al.* (2009) sugerem o teste de Hausman (1978), cuja hipótese nula afirma que ambos os estimadores encontrados para o parâmetro β são consistentes, mas um desses estimadores é mais eficiente que o outro.

Este trabalho fará uso dos testes econométricos mencionados para decidir qual é o que melhor explica a relação entre as variáveis.

Genericamente, os modelos de regressão testados neste estudo são denotados por (4), (5), (6) e (7). Os modelos (4) e (5) testam a hipótese científica H1 definida na seção 1.3 do trabalho, que tratam do impacto das conexões políticas no desempenho das empresas.

$$VarD_{ij} = CONSPOL_{ij} + VC_{ij} + u_{it} \quad (4)$$

$$VarD_{ij} = DOAC_{ij} + VC_{ij} + u_{it} \quad (5)$$

Onde:

VarD – Representa as variáveis de desempenho utilizadas;

CONSPOL – Representa a *dummy* referente à presença de membro do conselho com passado político;

LOG_DOACOES – Representa o logaritmo do montante doado aos candidatos vencedores em determinada eleição;

VC – Representa um vetor de variáveis de controle.

Já os modelos (6) e (7) testam a hipótese científica H2 definida na seção 1.3 do trabalho, quais sejam o impacto das conexões políticas no acesso a financiamento pelo BNDES.

$$EMPBNDES_{ij} = CONSPOL_{ij} + VC_{ij} + u_{it} \quad (6)$$

$$EMPBNDES_{ij} = DOAC_{ij} + VC_{ij} + u_{it} \quad (7)$$

Onde:

EMPBNDES – Representa a diferença dos montantes obtidos pelas empresas por meio de empréstimos do BNDES nos três anos antes e após os períodos eleitorais utilizados;

CONSPOL – Representa a *dummy* referente à presença de membro do conselho com passado político;

DOAC – Representa a relação entre o montante doado pela empresa o seu patrimônio líquido;

. VC – Representa um vetor de variáveis de controle.

3.4. Coleta das variáveis e obtenção da amostra

3.4.1. Conexões políticas: composição do conselho

Para coleta das variáveis de composição do conselho, recorreu-se ao formulário de referência publicado pelas empresas no sítio da CVM. Inicialmente, trabalhou-se com uma população das empresas que abriram capital até o ano de 2010. Para cada uma dessas empresas foram analisados os formulários referentes aos anos de 2010, 2011, 2012 e 2013. Se o conselheiro ocupou algum cargo estratégico em órgão público (como diretor no BNDES, por exemplo) ou um cargo gerencial em órgãos do poder executivo, legislativo e judiciário, considera-se que a empresa possui conexões políticas e atribui-se 1 para variável *dummy* CONSPOL.

Para ilustrar dá-se o exemplo de empresa do ramo de educação que foi considerada politicamente conectada. Neste caso, um de seus conselheiros já havia ocupado cargo de presidência da secretaria executiva no Ministério da Educação. Além dos órgãos públicos associados aos três poderes (executivo, legislativo e judiciário), foram consideradas como fonte de conexões políticas as empresas estatais e de capital misto do Brasil. Sendo assim, nas empresas cujos conselhos não possuíam membros que já ocuparam posições gerenciais em qualquer uma dessas fontes, a variável *dummy* CONSPOL assumiu valor nulo.

Inicialmente a base de informações dos conselhos de administração era composta por 427 empresas, mas com o decorrer da análise foi necessária eliminação

daquelas que não preencheram corretamente seus formulários de referência (impossibilitando a coleta de informações dos conselheiros). Apesar da obrigatoriedade de apresentação e da importância desse formulário para pesquisadores e investidores, observou-se que ainda existem empresas que não cumprem corretamente com a instrução da CVM.

Adicionalmente, as empresas financeiras que possuem formato de balanços patrimoniais destoantes das demais empresas foram também eliminadas da amostra.

3.4.2. Conexões políticas: doações aos partidos

Os valores referentes aos montantes doados pelas empresas aos partidos políticos estão disponíveis para consulta pública no sítio do Tribunal Superior Eleitoral (TSE). No *link* de Repositório de Dados é possível coletar as informações com as receitas obtidas pelos candidatos, bem como o nome dos doadores (pessoas físicas e jurídicas) e os montantes doados. Coletaram-se informações referentes aos ciclos eleitorais de 2002, 2006 e 2010 para os cargos de presidente da república, deputados estaduais e federais, governadores e senadores (juntamente com seus suplentes).

Como não se tem acesso completo às informações financeiras de companhias de capital fechado, optou-se por considerar as doações efetuadas apenas pelas empresas de capital aberto, listadas na BM&FBovespa.

Sztutman e Aldrighi (2013) chamam atenção para as origens dos recursos obtidos pelos candidatos ganhadores nas campanhas eleitorais de 2006. De acordo com os autores, nas eleições presidenciais a maior parte dos recursos financeiros foi obtida por meio dos partidos, comitês e diretórios (97,6% da receita reportada ao TSE). Extrapolando essa análise para os demais anos analisados foi observado que as empresas realizam doações tanto diretamente a candidatos, como para comitês de cada partido, que posteriormente repassam os valores obtidos. De forma a capturar corretamente o efeito das doações, a variável DOAC contemplou a soma dos montantes doados por pessoas jurídicas listadas em bolsa aos candidatos e comitês partidários.

3.4.3. Empréstimos do BNDES

Pela Lei de Acesso a Informação (BRASIL, 2011) é possível obter informações sobre os valores emprestados pelo BNDES, bem como o nome da empresa que recebeu o montante. Os dados presentes no sítio do BNDES remontam ao ano de 2002. Por motivos já mencionados, é dada atenção apenas às empresas de capital aberto que receberam algum empréstimo do banco.

As informações coletadas sobre os empréstimos se restringem aos financiamentos diretos (concedidos diretamente pelo BNDES) e indiretos não automáticos (concedidos por meio de outras instituições financeiras e nos quais é necessário apresentar consulta prévia, uma relação de documentos que contenham informações financeiras e descritivas da empresa solicitante) realizados pelo banco.

3.5. Limitações associadas à pesquisa

Existem algumas limitações associadas a esta pesquisa que implicam em algumas ressalvas na generalização dos resultados obtidos.

É importante mencionar que a pesquisa não se utilizou de amostragem aleatória de dados, uma vez que algumas empresas foram propositalmente deixadas de fora do estudo. Com isso, é necessária cautela na interpretação dos resultados das estatísticas, já que não se podem extrapolar as conclusões obtidas neste estudo para qualquer tipo de organização.

Endereçando problemas de especificação de dados, Wooldridge (2012) afirma que quando o termo de erro u do modelo econométrico for correlacionado com alguma variável explicativa x_j, incorre-se no problema de endogeneidade que resulta em viés dos estimadores da regressão pelo método MQO. Ainda de acordo com Wooldridge (2012), existem 3 principais fontes de endogeneidade em um modelo econométrico: (i) má especificação da forma funcional; (ii) erros de medida e (iii) simultaneidade.

Foram realizados diversos testes de robustez que visam à mitigação do problema, mas assim como nos demais trabalhos existentes sobre o tema, não é possível eliminar totalmente as falhas nos modelos.

3.5.1. Má especificação do modelo – variável omitida

Wooldridge (2012) afirma que, "um modelo de regressão múltipla sofre de má especificação da forma funcional quando não explica de maneira apropriada a relação entre as variáveis explicativas e dependentes observadas".

Essa má especificação da forma funcional pode ocorrer quando alguma variável importante está ausente no modelo econométrico ou quando alguma das variáveis independentes não está corretamente explicitada no modelo. Como consequência, obtêm-se estimadores viesados das estatísticas beta que levam a uma interpretação errônea dos resultados alcançados com os testes de regressão.

Nesse sentido, Wooldridge (2012) aponta o teste F como uma ferramenta importante na verificação de adequação do modelo. Esse teste calcula a estatística *F* descrita abaixo:

$$F \equiv \frac{R^2/k}{(1-R^2)/(n-k-1)}$$

Nesse cálculo o R^2 é uma medida que representa o ajuste dos dados utilizados ao modelo estatístico testado e é calculado pela divisão entre a variância explicada pelo modelo de regressão e a variância total dos dados da amostra (WOOLDRIDGE, 2012):

$$R^2 \equiv 1 - \frac{SS_{reg}}{SS_{tot}}$$

A expressão (n-k-1) se refere à medida de graus de liberdade associada à amostra da pesquisa.

Wooldridge (2012) prossegue explicando que essa estatística testa a exclusão conjunta de todas as variáveis independentes. Em outras palavras, por meio desse teste, é possível verificar se nenhuma das variáveis utilizadas no modelo econométrico são capazes de explicar a variável dependente estudada.

O teste *F* funciona então como um mitigador dos possíveis problemas advindos da má especificação da forma funcional do modelo econométrico, pois se nenhuma das variáveis independentes estiver adequada, é necessário repensar todo o modelo.

3.5.2. Erros de medida

Outra fonte de endogeneidade descrita por Wooldridge (2012) diz respeito ao erro de medida que pode ocorrer quando se utiliza uma *proxy* para mensurar determinadas variáveis que não são passíveis de serem coletadas pelo pesquisador.

As variáveis *proxies* são necessárias em boa parte dos estudos de economia, uma vez que é comum que o pesquisador tenha o desejo de contemplar o efeito de uma variável em seu modelo econométrico, mas não possui ferramentas que permitem coletar observações dessas variáveis, sendo obrigado assim, a recorrer a variáveis latentes que possuem relação com a medida original.

O erro de medida ocorre quando a *proxy* utilizada no modelo econométrico não serve exatamente como uma boa substituta para a variável que se gostaria de incluir modelo. Quando se fala de variáveis explicativas esse problema é ainda mais importante, já que pode produzir estimadores viesados.

No caso do trabalho aqui proposto, são utilizadas variáveis *proxy* para mensurar o tamanho das empresas da amostra (TAM) e o desempenho dessas empresas (QTOBIN). Para tentar mitigar o problema de erro de mensuração, buscou-se utilizar medidas amplamente utilizadas na literatura revisada, mas é importante ressaltar que não existe um consenso entre os pesquisadores sobre quais medidas seriam capazes de minimizar o problema de mensuração.

3.5.3. Simultaneidade

Segundo Wooldridge (2001), o problema de simultaneidade ocorre quando uma variável explicativa é determinada simultaneamente com outra variável dependente. Como resultado, modelos afetados pelo viés de simultaneidade podem resultar em estimadores inconsistentes de MQO.

O viés de simultaneidade está presente na grande maioria dos trabalhos realizados na área das ciências sociais aplicadas, nesse sentido, também representa um fator de limitação na interpretação dos resultados obtidos na presente dissertação.

Em termos práticos, por um lado, tem-se a hipótese de que empresas que realizam contribuições em campanhas políticas apresentem desempenho superior àquelas que não fazem doações. Ao mesmo tempo, pode-se supor que as empresas que apresentam desempenho superior às demais possuam mais condições financeiras de contribuírem para as campanhas políticas no Brasil. Em outras palavras, as variáveis de doação e desempenho seriam determinadas simultaneamente, de modo que a realização de testes estatísticos que se propõem a testar uma relação unidirecional entre essas variáveis produziria resultados enviesados e inconsistentes.

Na tentativa de mitigar esse problema, o presente trabalho assumiu a premissa de que o desempenho obtido por uma empresa da amostra seria resultante também das doações que essa empresa realizou em períodos anteriores ao período de mensuração do desempenho. De outra forma, se a empresa realizou doações para as campanhas políticas de 2006, acredita-se que o impacto dessa ação se dará nos anos subsequentes, e é por isso que o modelo de regressão testado utilizou como variável dependente a média de desempenho composta pelos 4 anos seguintes ao ano de realização da contribuição em campanha política.

De maneira semelhante, os modelos que testam o efeito da variável de composição do conselho também estão sujeitos a viés de simultaneidade. Se a empresa tem consciência dos benefícios advindos da presença de um membro politicamente conectado no conselho de administração, ela pode influenciar a seleção de seus membros buscando incluir conselheiros com base nas conexões políticas desses

indivíduos. Dessa forma, a presença de membro conectado não poderia ser tratada estatisticamente como uma ocorrência aleatória.

Conforme já mencionado, o estudo das conexões políticas (especialmente no Brasil) é relativamente recente e ainda existem desafios metodológicos a serem superados pelos pesquisadores.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

O propósito desta seção é apresentar uma discussão sobre os resultados obtidos com os testes estatísticos realizados. Antes de partir para análise de significância dos coeficientes da regressão e da robustez do modelo, é importante apresentar também as estatísticas que descrevem quantitativamente os dados utilizados.

As estatísticas descritivas têm o propósito de resumir dados de uma determinada amostra, a fim de observar o comportamento das variáveis que a compõem e a sua distribuição. Conforme apontam Bussab e Morettin (2010), diferentes tipos de variáveis, qualitativas e quantitativas, exigem diferentes técnicas capazes de resumir adequadamente essas informações. A fim de permitir que o leitor se familiarize com a base de dados utilizada no presente estudo, são fornecidos gráficos e tabelas com medidas centrais e de dispersão capazes de sumarizar o conteúdo da base.

Em seguida, por meio de técnicas de inferência estatística, são testadas as hipóteses de pesquisa definidas em capítulo anterior. Esta dissertação se utiliza de uma amostragem não probabilística, já que algumas empresas que poderiam fazer parte do presente estudo não foram contempladas por não atenderem a determinados critérios. Como a probabilidade de ocorrência na amostra não é a mesma para todas as observações que compõem a população de empresas, a análise disposta nesta seção está sujeita a um viés, o que faz com que as extrapolações realizadas a respeito da população não possam ser afirmadas com total confiança.

4.1. Estatísticas Descritivas

Conforme explicam Casella e Berger (2011), ao trabalhar com uma quantidade suficientemente grande de variáveis quantitativas, é útil para o pesquisador se utilizar de medidas de redução de dados, representadas por funções da amostra e que são capazes de resumir suas principais informações. Dessa forma, pretende-se contribuir para o entendimento do leitor no que diz respeito aos dados analisados.

Para realizar o teste das hipóteses formuladas no capítulo 1, foram utilizadas duas amostras de empresas:

- Amostra 1: utilizada para analisar o efeito da composição do conselho de administração no desempenho e no financiamento obtido pelas empresas de capital aberto junto ao BNDES;

- Amostra 2: utilizada para analisar o efeito das doações em campanhas políticas para candidatos vencedores no desempenho das empresas de capital aberto.

A tabela 2 reúne as principais estatísticas descritivas referentes às observações da amostra 1 utilizada para analisar a composição do conselho das empresas de capital aberto no brasil. Nessa tabela foram mantidas as observações com valores extremos.

Tabela 2: Estatísticas descritivas das observações de desempenho da amostra 1 com *outliers*

Variável		Média	DP	Mín.	Máx.	Observações
ebitdat	*overall*		30,439	-105	1047,415	N = 1218
	between	0,385	15,035	-30,646	261,370	n = 321
	within		26,245	-262,570	786,430	
ebitat	*overall*		24,178	-105	867,234	N = 1340
	between	0,192	12,140	-30,646	216,309	n = 346
	within		20,802	-217,702	651,116	
roa*	*overall*		1626,278	-11770	58970,8	N = 1438
	between	-5,830	836,479	-3545,2	14690,75	n = 371
	within		1387,142	-14855,68	44274,22	
qtobin	*overall*		2,318	-2	65,524	N = 1337
	between	0,508	1,537	-2	16,685	n = 344
	within		1,725	-16,150	49,347	

* o indicador roa é apresentado em porcentagem.

Em seguida, a fim de tornar a análise mais robusta, foram eliminados os *outliers* da amostra 1. As estatísticas descritivas das variáveis de desempenho dessa amostra estão apresentadas na tabela 3.

Tabela 3: Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho da amostra 1 sem *outliers*

Variável		Média	DP	Mín.	Máx.	Observações
ebitdat	*overall*		0,071	-0,148	0,253	N = 696
	between	0,093	0,066	-0,129	0,234	n = 237
	within		0,032	-0,081	0,081	
ebitat	*overall*		0,062	-0,165	0,240	N = 696
	between	0,066	0,057	-0,129	0,183	n = 237
	within		0,031	-0,114	0,194	
roa*	*overall*		5,219	-11,4	14,1	N = 696
	between	3,626	4,775	-9,1	13,4	n = 237
	within		2,605	-8,968	12,376	
qtobin	*overall*		0,683	-1,924	3,428	N = 696
	between	0,425	0,689	-1,924	3,248	n = 237
	within		0,222	-0,980	1,541	

* o indicador roa é apresentado em porcentagem.

No que se refere à amostra 2, as estatísticas descritivas das variáveis de desempenho são apresentadas na tabela 4.

Tabela 4: Estatísticas descritivas da amostra 2

Variável		Média	DP	Mín.	Máx.	Observações
Media_ebitdat	*overall*		18,202	-402,931	389,775	N = 1208
	between	-0,163	19,998	-202,095	389,775	n = 511
	within		10,504	-201	200,673	
Media_ebitat	*overall*		14,748	-402,931	215,976	N = 1208
	between	-0,392	13,147	-201,810	196,990	n = 511
	within		9,849	-201,512	200,729	
Media_roa*	*overall*		11626,07	-401043,2	19042,75	N = 1208
	between	-395,901	9032,584	-202122	19042,75	n = 511
	within		8151,821	-199317,1	198525,3	
Media_qtobin	*overall*		16,446	-2	449,271	N = 1208
	between	1,397	11,614	-1,929	178,489	n = 511
	within		11,418	-160,670	272,188	

* o indicador roa é apresentado em porcentagem.

As tabelas 5, 6 e 7 reúnem as estatísticas descritivas das variáveis de controle utilizadas na amostra 1 e 2.

A tabela 5 apresenta as estatísticas das variáveis de controle de tamanho, tangibilidade e alavancagem da amostra 1 antes das exclusão dos valores extremos.

Tabela 5: Estatísticas descritivas das variáveis de controle da amostra 1 com *outliers*

Variável		Média	DP	Mín.	Máx.	Observações
tam	*overall*		3,125	0	21,095	N = 1442
	between	13,999	3,069	1,628	20,961	n = 371
	within		0,476	8,722	20,642	
capexat	*overall*		819,991	-283,775	24608,33	N = 1007
	between	44,184	507,047	-145,065	8208,373	n = 300
	within		658,341	-8156,82	16444,14	
lev	*overall*		1,821	-1	65,156	N = 1337
	between	0,123	0,945	-1	16,364	n = 344
	within		1,549	-16,241	48,915	

Após a exclusão dos *outliers*, foram novamente calculadas as estatísticas descritivas da amostra 1 no que diz respeito às variáveis de controle. Esses resultados são exibidos na tabela 6.

Tabela 6: Estatísticas descritivas das variáveis de controle da amostra 1 sem *outliers*

Variável		Média	DP	Mín.	Máx.	Observações
tam	*overall*		1,870	7,125	19,877	N = 696
	between	14,848	1,933	7,125	19,877	n = 237
	within		0,205	12,711	15,803	
capexat	*overall*		0,077	-0,007	0,489	N = 696
	between	0,066	0,072	-0,006	0,423	n = 237
	within		0,042	-0,097	0,352	
lev	*overall*		0,246	-0,924	0,814	N = 696
	between	0,141	0,256	-0,924	0,781	n = 237
	within		0,073	-0,296	0,495	

As estatísticas das variáveis de controle da amostra 2 são exibidas pela tabela 7.

Tabela 7: Estatísticas descritivas das variáveis de controle da amostra 2

Variável		Média	DP	Mín.	Máx.	Observações
tam_medio	*overall*		2,896	1,141	20,503	N = 1208
	between	13,675	2,716	1,544	19,991	n = 511
	within		0,595	7,726	18,038	
tang_medio	*overall*		31,570	0	876,132	N = 975
	between	3,547	45,440	0	876,132	n = 421
	within		3,154	-24,662	59,966	
lev_medio	*overall*		14,540	-1	448,621	N = 1208
	between	0,862	10,278	0,929	177,747	n = 511
	within		10,412	-160,749	271,737	

4.2. Resultados das Regressões Lineares

4.2.1. Presença de conselheiros com passado político

Antes de prosseguir com os testes de regressão, foi realizada uma análise exploratória das variáveis de estudo, por meio da elaboração da matriz de correlação

entre variáveis. A tabela 8 apresenta a correlação estimada entre as variáveis contempladas no estudo utilizando-se a amostra 1. Analisando essa tabela, podem-se obter indícios de existência de relação entre variáveis.

Tabela 8: Matriz de correlação das variáveis de estudo utilizando-se a amostra 1

	EBITDAT	**EBITAT**	**ROA**	**Q de TOBIN**	**CONSPOL**	**BNDES**
EBITDAT						
	1,000					
EBITAT	0,9511	1,000				
	(0,0000***)					
ROA	0,7351	0,8165	1,000			
	(0,0000***)	(0,0000***)				
Q de TOBIN	0,4120	0,3813	0,2622	1,000		
	(0,0000***)	(0,0000***)	(0,0000***)			
CONSPOL	0,0229	-0,0106	-0,0006	0,0512	1,000	
	(0,5502)	(0,7807)	(0,9875)	(0,1806)		
BNDES	0,0207	0,0028	-0,0173	0,1123	0,3579	1,000
	(0,5892)	(0,9422)	(0,6516)	(0,0032***)	(0,0000***)	

Prosseguindo com a análise exploratória, realizou-se um teste de diferença de médias com as variáveis de desempenho da amostra 1 sem a exclusão de valores extremos destoantes. Os resultados do teste são apresentados na tabela 9.

Tabela 9: Resultados do teste t realizado com dados da amostra 1

Estatística	**Ebitdat**		**Ebitat**		**Roa**		**Q de tobin**	
0 (sem conexão)	N=480	N=252	N=480	N=252	N=480	N=252	N=480	N=252
1 (com conexão)	N=715	N=434	N=715	N=434	N=715	N=434	N=715	N=434
Média	-1,077	0,091	-0,978	0,067	-92,747	3,651	0,310	0,384
	1,376	0,094	1,016	0,065	53,349	3,645	0,653	0,457
Erro Padrão	0,337	0,005	0,299	0,004	28,106	0,353	0,072	0,043
	1,468	0,003	1,128	0,003	71,071	0,239	0,098	0,033
Desvio Padrão	7,385	0,076	6,961	0,068	672,775	5,610	1,681	0,678
	39,246	0,68	31,320	0,059	2056,144	4,971	2,698	0,687
Stat t	-1,353	-0,598	-1,456	0,278	-1,642	0,016	-2,624	-1,340
Pr(|T|>|t|)	0,176	0,550	0,1456	0,781	0,101	0,987	0,009***	0,181

Observa-se que o teste t realizado indicou que o desempenho das empresas que possuem conexões políticas via conselho de administração não difere significativamente do desempenho apresentado pelas empresas sem conexões.

Partindo para análise de regressão, tem-se que o primeiro modelo rodado considerou a variável de desempenho EBITDAT como função da variável *dummy* CONSPOL, que indica se a empresa tem um membro com passado político em seu conselho de administração, e também das variáveis de controle TAM, CAPEXAT e LEV que representam uma *proxy* para o tamanho da empresa, o investimento que ela faz em imobilizados, ponderados pela receita operacional e, por fim, sua alavancagem, respectivamente. Resumidamente, considerando cada variável de desempenho coletada testaram-se os seguintes modelos:

$$EBITDAT_{i,t} = \beta_1 CONSPOL_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CAPEXAT_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$EBITAT_{i,t} = \beta_1 CONSPOL_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CAPEXAT_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$ROA_{i,t} = \beta_1 CONSPOL_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CAPEXAT_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$QTOBIN_{i,t} = \beta_1 CONSPOL_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta 3 LEV_{i,t} + \beta_4 CAPEXAT_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Os resultados obtidos com os testes de efeitos fixos e aleatórios são apresentados nas tabelas 10 e 11. Na tabela 10 os resultados se referem à amostra 1 antes da exclusão de *outliers*, já a tabela 11 contém as estatísticas obtidas com a amostra 1 após a remoção de valores extremos.

Tabela 10: Resultado das regressões realizadas com a amostra 1 antes da exclusão de *outliers*

Variável	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
DESEMPENHO	**EBITDAT**		**EBITAT**		**ROA**		**Q de TOBIN**	
CONSPOL	19,981*** (3,05)	3,672 (1,49)	15,664*** (2,99)	2,950 (1,51)	1027,096*** (2,83)	169,897 (1,25)	-0,036 (-0,21)	0,017 (0,15)
TAM	-8,462*** (-3,06)	-0,359 (-0,88)	-5,640*** (-2,59)	-0,232 (-0,72)	-277,116* (-1,84)	11,263 (0,50)	0,007 (0,10)	0,028 (1,23)
LEV	-0,366 (-0,58)	-0,152 (-0,29)	-0,285 (-0,55)	-0,113 (-0,26)	-22,779 (-0,64)	-13,875 (-0,47)	1,001*** (57,61)	1,000*** (59,84)
CAPEXAT	0,011* (1,77)	0,005 (1,15)	-0,001 (-0,69)	0,000 (0,31)	-0,038 (-0,36)	0,036 (0,47)	-0,000 (-1,17)	-0,000 (-1,18)
Constante	107,406*** (2,78)	3,451 (0,62)	69,940** (2,31)	1,929 (0,44)	3272,449 (1,56)	-248,893 (-0,83)	0,295 (0,29)	-0,033 (-0,11)
N	931	931	976	976	976	976	976	976
R^2_within R^2_between R^2_overall	0,031 0,000 0,002	0,018 0,000 0,005	0,021 0,000 0,001	0,013 0,000 0,003	0,016 0,008 0,000	0,006 0,005 0,003	0,823 0,449 0,693	0,832 0,453 0,694
Hausman Prob chi^2	0,002		0,016		0,048		0,990	

* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%

Tabela 11: Resultado das regressões realizadas com a amostra 1 após exclusão de *outliers*

Variável	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
DESEMPENHO	**EBITDAT**		**EBITAT**		**ROA**		**Q de TOBIN**	
CONSPOL	-0,012 (-1,31)	-0,009 (-1,55)	-0,014 (-1,53)	-0,009 (-1,55)	-1,298 (-1,81)	-0,843* (-1,67)	-0,071 (-1,16)	-0,029 (-0,55)
TAM	0,021*** (2,70)	0,006*** (2,81)	0,015* (2,00)	0,006*** (2,81)	1,543** (2,47)	0,587*** (3,46)	-0,156*** (-2,88)	0,027 (1,23)
LEV	-0,015 (-0,64)	0,037*** (2,96)	-0,030 (-1,35)	0,037*** (2,96)	-9,466*** (-5,22)	-4,970*** (-4,70)	0,182 (1,17)	0,371*** (3,14)
CAPEXAT	-0,072* (-1,96)	-0,059** (-2,00)	-0,056 (-1,55)	-0,059* (2,00)	0,656 (0,22)	-0,166 (-0,07)	-0,011 (-0,04)	0,133 (0,56)
Constante	-0,209* (-1,80)	-0,014 (-0,50)	-0,148 (-1,30)	-0,014 (-0,50)	-17,169* (-1,87)	-4,010 (-1,66)	2,762*** (3,48)	-0,027 (-0,08)
N	686	686	686	686	686	686	686	686
R^2_within R^2_between R^2_overall	0,026 0,04 0,04	0,007 0,142 0,100	0,020 0,015 0,019	0,003 0,109 0,080	0,066 0,027 0,031	0,064 0,026 0,032	0,022 0,035 0,028	0,000 0,139 0,106
Hausman Prob chi^2	0,003		0,006		0,029		0,000	

* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%

Observa-se que são encontradas evidências conflitantes no que diz respeito ao efeito da variável binária CONSPOL no desempenho das empresas analisadas na amostra 1. Quando os valores extremos são mantidos na amostra, tem-se que a variável de composição do conselho se apresenta como positiva e significante a 1% para quase todos os indicadores de desempenho utilizados (ebitdat, ebitat e roa). Tal resultado evidencia que a conexão política cultivada pelas empresas possui impacto positivo em seu desempenho. De maneira semelhante Goldman, Rocholl e So (2013) também observaram um aumento nos contratos de licitação das empresas que possuíam conexão por meio do conselho de administração após o período de eleições.

Em contrapartida, considerando o Q de Tobin como indicador de desempenho da empresa e ainda, realizando a exclusão dos *outliers* da amostra 1, a significância da variável CONSPOL é perdida, indicando que a presença de conselheiros politicamente conectados não afeta o desempenho da empresa. Esse resultado está alinhado aos achados da análise exploratória realizada anteriormente.

Essa divergência de achados não permite realizar uma inferência conclusiva a respeito do efeito da variável CONSPOL no desempenho da empresa. Nesse sentido, demanda-se a realização de outros estudos para que se possa examinar com mais segurança o efeito dessa variável no desempenho das empresas no Brasil.

Dentre as variáveis de controle analisadas, somente a variável TAM representante do tamanho das empresas da amostra 1 se mostrou significante de maneira consistente nas regressões testadas. A direção desse efeito, no entanto, não é sempre a mesma, indicando que em alguns casos o impacto dessa medida no desempenho da empresa é positivo, mas em outras circunstâncias esse efeito é negativo. Tal discrepância nos resultados não permite uma inferência assertiva sobre o impacto da *proxy* de tamanho no desempenho das empresas no caso da amostra 1. Se por um lado empresas maiores poderiam ser sinônimas de ineficiência, essas empresas também poderiam apresentar desempenho operacional superior, já que suas estruturas tendem a permitir uma geração relativamente maior de receita operacional. Desse modo, são necessários mais estudos também para verificar qual efeito prevalece no caso das empresas brasileiras.

4.2.2. Presença de conselheiros que já foram gestores no BNDES

De acordo com a literatura, um dos benefícios trazidos pelas conexões políticas é o acesso mais facilitado a financiamento fornecido por bancos públicos de desenvolvimento. Esses empréstimos são concedidos a taxas mais baixas do que a média do mercado e conferem vantagem competitiva às empresas que os captam.

Nesse contexto, foram realizados também testes com a variável binária BNDES que indica se algum membro do conselho de administração já ocupou cargo de gestão importante no BNDES, a fim de verificar se tal variável impacta nos valores de empréstimos recebidos pelas empresas ao longo dos anos de 2010 a 2013.

A base de dados com os empréstimos concedidos pelo BNDES consiste nos repasses diretos e indiretos não automáticos realizados pelo banco. Tratam-se dos financiamentos superiores a R$ 20 milhões de reais que são divulgados no próprio sítio institucional do banco.

As informações de financiamentos concedidos foram cruzadas com a base de dados que continha as informações da composição do conselho de administração de algumas das empresas listadas em bolsa no mesmo período. A informação disponibilizada pelo BNDES abrange o valor do empréstimo concedido, bem como o CNPJ da empresa que solicitou o financiamento. Sendo assim, algumas das informações de empréstimos foram excluídas da base, pois tratavam de empresas filiais, cujo CNPJ não se encontrava na relação de empresas listadas em bolsa. A BM&F Bovespa disponibiliza somente o CNPJ das empresas matriz listadas.

Como resultado, a quantidade de empresas da amostra que conseguiu empréstimos no BNDES no período de 4 anos analisado é ilustrada pelo quadro 3:

Quadro 3: Quantidade das empresas que obtiveram empréstimos do BNDES de 2010 a 2013.

ANO	SIM*	NÃO
2010	51	298
2011	57	307

ANO	SIM*	NÃO
2012	60	309
2013	69	311

*A coluna "SIM" apresenta o total de empresas da amostra que obtiveram empréstimos junto ao banco.

O modelo 5 testado utiliza os empréstimos obtidos pelas empresas juntos ao BNDES como função da variável *dummy* que indica presença no conselho de administração de membros que já ocuparam cargos de gestão relevantes nesse banco de desenvolvimento. Juntamente com a variável independente BNDES, foram consideradas outras variáveis de controle no modelo:

$$Ln(EMPRESTIMO) = \beta BNDES + \beta TAM + \beta LEV + \beta CAPEXAT + \varepsilon \quad (5)$$

A tabela 12 apresenta os resultados da regressão linear múltipla testada com efeitos fixos e aleatórios:

Tabela 12 – Resultado das regressões especificada pelo modelo 5

Variáveis	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
	com *outliers*		sem *outliers*	
BNDES	-1,050 (-1,05)	0,671 (1,44)	-1,177 (-0,93)	0,554 (0,95)
TAM	0,390 (1,21)	0,224*** (3,74)	0,743 (0,78)	0,306** (2,36)
LEV	0,004 (0,06)	0,011 (0,15)	0,794 (0,29)	0,938 (1,00)
CAPEXAT	0,000 (0,52)	0,000 (0,33)	8,450* (1,90)	4,785* (1,76)
Constante	-4,005 (-0,89)	-1,965** (-2.34)	-9,980 (-0,71)	-3,564* (-1,91)
N	976	976	686	686
R2_within R2_between R2_overall	0,004 0,028 0,016	0,000 0,063 0,026	0,014 0,033 0,022	0,008 0,059 0,030
Hausman Prob chi2	0,402		0,386	

* significante a 10%; ** significante a 5%;
*** significante a 1%

O teste de Hausman mostra que os resultados com efeitos aleatórios são mais eficientes. A técnica de efeitos fixos resulta em considerável perda de graus de liberdade no sistema, o que explica sua ineficiência com relação ao modelo com efeitos aleatórios testados no trabalho, uma vez que na amostra utilizada a maior parte das empresas não recebeu financiamento do BNDES.

A variável binária de interesse BNDES não apresentou significância estatística, indicando que a presença de membros no conselho de administração que já ocuparam cargos relevantes no banco de desenvolvimento não interfere no recebimento de empréstimos concedidos pelo BNDES. Tais achados sugerem que a hipótese estabelecida no capítulo 1 deve ser rejeitada, mas ainda são necessários mais estudos para afirmar com segurança o relacionamento entre a variável do conselho e o recebimento de empréstimos pelo BNDES.

Ademais, a variável *proxy* TAM também se mostrou significativa a um nível de 1% e seu coeficiente maior do que 0 indica que quanto maior for o tamanho relativo da empresa, maior será o valor de empréstimo obtido por ela. É razoável assumir que empresas maiores tenham necessidades de crédito relativamente maior.

4.2.3. Contribuições em campanhas políticas

Até as eleições de 2014 o financiamento de campanhas políticas por empresas privadas no Brasil era amplamente permitido e regido pela lei n. 9.504, de 30 de setembro de 1997. Segundo parágrafo 1º do artigo 81 da Lei, as empresas poderiam doar até 2% de seu faturamento bruto do ano anterior à eleição (BRASIL, 1997).

Com base nessa informação essa dissertação testou o efeito das doações em campanhas políticas realizadas pelas empresas de capital aberto no Brasil na média de desempenho obtido por essas empresas nos 4 anos subsequentes às doações realizadas. Dessa forma, as variáveis media_ebitdat, media_ebitat, media_roa e media_qtobin foram elaboradas com as médias simples dos valores das variáveis de desempenho para os períodos de 2003 a 2006, 2007 a 2010, 2011 a 2014, já que se acreditava que o efeito das doações em campanhas se dá nos 4 anos seguintes às contribuições. Da mesma

forma, foram calculadas as médias simples das variáveis de controle LEV, TAM e TANG, representantes de alavancagem, tamanho e tangibilidade, respectivamente.

Os modelos 6 a 9 foram testados com análise de regressão em painel com efeitos fixos e aleatórios:

$$MEDIA_EBITDAT_{i,t} = \beta_1 LOG_DOACOES_{i,t} + \beta_2 LEV_MEDIO_{i,t} + \beta_3 TAM_MEDIO_{i,t} + \beta_4 TANG_MEDIO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$MEDIA_EBITAT_{i,t} = \beta_1 LOG_DOACOES_{i,t} + \beta_2 LEV_MEDIO_{i,t} + \beta_3 TAM_MEDIO_{i,t} + \beta_4 TANG_MEDIO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$MEDIA_ROA_{i,t} = \beta_1 LOG_DOACOES_{i,t} + \beta_2 LEV_MEDIO_{i,t} + \beta_3 TAM_MEDIO_{i,t} + \beta_4 TANG_MEDIO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$MEDIA_QTOBIN_{i,t} = \beta_1 LOG_DOACOES_{i,t} + \beta_2 LEV_MEDIO_{i,t} + \beta_3 TAM_MEDIO_{i,t} + \beta_4 TANG_MEDIO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

Iniciando com uma análise exploratória da amostra 2, a tabela 13 mostra a correlação pareada entre as variáveis de estudo.

Tabela 13: Correlação entre as variáveis de estudo da amostra 2.

	media_ebitdat	media_ebitat	media_roa	media_qtobin	log_doacoes
media_ebitdat	1,000				
media_ebitat	0,0906***	1,000			
	(0,000)				
media_roa	0,144***	0,156***	1,000		
	(0,000)	(0,000)			
media_qtobin	-0,043	-0,037	-0,006	1,000	
	(0,137)	(0,200)	(0,842)		
log_doacoes	0,007	0,015	0,016	-0,025	1,000
	(0,809)	(0,610)	(0,584)	(0,392)	

A tabela 14 evidencia os resultados dos testes t de diferenças de média realizadas com as variáveis de desempenho.

Tabela 14: Resultados do teste t realizado com dados da amostra 2

Estatística	**m_ebitdat**	**m_ebitat**	**m_roa**	**m_qtobin**
0 (não doadora)	N=993	N=993	N=993	N=993
1 (doadora)	N=215	N=215	N=215	N=215
Média	-0,223	-0,494	-482,474	1,591
	0,112	0,080	3,945	0,498
Erro Padrão	0,637	0,516	406,912	0,575
	0,007	0,006	0,684	0,054
Desvio Padrão	20,077	16,266	12822,57	18,131
	0,097	0,089	10,034	0,792
Stat t	-0,244	-0,517	-0,556	0,844
Pr(|T|>|t|) bi-caudal	0,807	0,605	0,578	0,377

Essas análises mais simples demonstram que a variável de estudo mensurada pelo logaritmo dos montantes doados não apresenta relação estatisticamente significante com nenhuma variável de desempenho utilizada.

Em seguida, a tabela 15 mostra os resultados das regressões em painel testadas pelos modelos apresentados anteriormente nesta seção:

Tabela 15: Resultados das regressões em painel testadas com a amostra 2.

Variável	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
DESEMPENHO	**M_EBITDAT**		**M_EBITAT**		**M_ROA**		**M_Q de TOBIN**	
LOG_DOACOES	0,079 (0,70)	-0,006 (-0,10)	0,066 (0,71)	-0,004 (-0,08)	4,729 (0,69)	0,004 (0,00)	-0,002 (-0,03)	-0,001 (-0,02)
M_TAM	-5,479*** (-11,14)	-0,357*** (-3,04)	-4,510*** (-11,05)	-0,263*** (-2,69)	-302,223*** (-10,20)	-1,756 (-0,24)	-0,117 (-0,38)	-0,464*** (-3,03)
M_LEV	-0,030 (-1,21)	-0,013 (-0,76)	-0,025 (-1,23)	-0,011 (-0,76)	-7,796*** (-5,24)	-6,109*** (-5,55)	0,999*** (64,20)	0,995*** (69,50)
M_TANG	0,083 (0,99)	-0,002 (-0,21)	0,071 (1,02)	-0,001 (-0,21)	6,078 (1,20)	-0,037 (-0,07)	0,003 (0,05)	-0,001 (-0,11)
Constante	77,240*** (11,15)	5,383*** (3,21)	63,531*** (11,06)	3,956*** (2,84)	4243,153*** (10,17)	30,975 (0,30)	2,169 (0,50)	7,107*** (3,26)
N	975	975	975	975	975	975	975	975
R^2_within R^2_between R^2_overall	0,184 0,000 0,009	0,128 0,000 0,010	0,182 0,000 0,007	0,116 0,000 0,008	0,182 0,011 0,000	0,029 0,017 0,031	0,883 0,648 0,765	0,883 0,654 0,767
Hausman Prob chi^2	0,000		0,000		0,000		0,7479	

* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%

Nas regressões testadas os resultados se alinham com os da análise exploratória realizada por meio da correlação pareada entre as variáveis e do teste t de diferença de médias. A variável LOG_DOACOES não foi estatisticamente significante em nenhum dos modelos testados, indicando as doações em campanhas aparentam não influenciar no desempenho obtido pelas empresas da amostra nos anos seguintes às eleições.

Os resultados obtidos com os indicadores de desempenho operacional estão alinhados com os achados de Bandeira-de-Mello, Marcon, Goldszmidt e Zambaldi (2012), mas esses autores encontraram relação estatisticamente significante para os indicadores ROE e Q de Tobin. Ainda assim, é importante salientar que o presente estudo se utiliza de um horizonte temporal mais amplo do que o contemplado por Bandeira-de-Mello *et al.* (2012).

Além da diferença no período de análise a presente dissertação se destaca por utilizar uma metodologia diferente que buscou abranger o desempenho obtido pelas empresas ao longo dos 4 anos que seguem as eleições. Esse fator pode ter contribuído para ausência de significância para a variável de estudo.

Ainda que os resultados indiquem que as contribuições em campanhas não apresentam relação estatisticamente significante com o desempenho da empresa, é importante que outros estudos sejam realizados, a fim de compensar alguns aspectos metodológicos presentes neste estudo. Autores como Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012) ressalvam que os montantes doados pelas empresas são, de fato, muito maiores do que o reportado pelo Tribunal Superior Eleitoral tornando importante a realização de estudos futuros que possam mensurar com mais confiança quais são os valores doados pelas empresas aos candidatos e partidos políticos.

Outro achado importante diz respeito à variável TAM que novamente foi altamente significante para todos os indicadores analisados. Seu impacto se mostrou negativo no desempenho das empresas da amostra 2, indicando que as empresas de capital aberto maiores talvez sejam relativamente menos eficientes no caso do Brasil. Moeller, Schlingemann e Stulz (2003) juntamente com Roll (1986) sugerem que nas empresas maiores os *CEOs* possuem uma tendência maior de apresentarem hubris resultando na tomada de decisões prejudiciais para o desempenho do negócio.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente dissertação se propôs a investigar possíveis consequências entre as conexões políticas cultivadas por empresas brasileiras no que diz respeito ao seu desempenho contábil e financeiro e o acesso a financiamento concedido pelo BNDES. Pode-se dizer que o conceito de conexão política é amplo e, sendo assim, é importante fixar que a presente pesquisa optou por se restringir a dois conceitos de conexões políticas, quais sejam: (i) presença de membros do conselho de administração que já ocuparam cargos relevantes no governo (considerando também as empresas públicas) ou no BNDES e, (ii) realização de doações às campanhas políticas por empresas de capital aberto.

Baseando-se na literatura cercante ao tema, desenvolveram-se as hipóteses de que a interferência do governo nas empresas de capital aberto estudadas (mensurada pela composição do conselho e pelos montantes doados às campanhas) acarretaria impactos positivos no desempenho empresarial no acesso a financiamento do BNDES.

Para que se testassem as hipóteses de pesquisa, foram coletados dados referentes à composição do conselho de administração constantes nos formulários de referência publicados pelas empresas no período de 2010 a 2013. Além dessa base, foram coletados ainda valores doados pelas empresas no que se referem às campanhas políticas de 2002, 2006 e 2010, reportados no sítio TSE. Ademais foi necessária também a extração de dados de desempenho e de controle disponibilizados pela base Economática®.

As evidências reunidas por meio dos testes de regressão múltipla não permitiram inferências conclusivas a respeito das hipóteses de pesquisa. Entretanto, esses resultados permitem acrescentar à literatura existente ao fornecer evidências empíricas adicionais acerca do tema das conexões políticas no Brasil.

Análises exploratórias realizadas com os dados de desempenho e de composição do conselho de administração das empresas de capital aberto presentes na amostra evidenciaram a não existência de relação estatisticamente significante entre a presença

de membros no conselho conectados politicamente e o desempenho contábil e financeiro apresentado pelas companhias estudadas.

Utilizando-se ferramentas estatísticas mais complexas como as técnicas de regressão em painel com efeitos fixos ou aleatórios, observou-se uma inconsistência nos resultados. Ao se considerar a amostra original, a variável binária que indicava conexão política na empresa se mostrou significante e positiva para explicar o desempenho mensurado por meio dos indicadores ebitdat, ebitat e roa. De acordo com essa análise, a presença de membros politicamente conectados implica em um desempenho maior para as empresas observadas. Ressalta-se que ao contemplar o Q de Tobin como variável indicadora de desempenho, a mesma variável binária CONSPOL não apresentou significância estatística.

Em contrapartida, a remoção de observações extremas (*outliers*) representou uma alteração nos resultados das regressões realizadas. Realizando-se uma segunda análise, a variável binária indicadora de conexão política por meio do conselho de administração não apresentou significância estatística para nenhum indicador de desempenho utilizado. Tomando somente a amostra sem *outliers* pode-se inferir que a presença de conexão via conselho de administração não trouxe influência para o resultado contábil financeiro para as empresas de capital aberto analisadas.

Focando a investigação para a obtenção de empréstimos junto ao BNDES, a variável *dummy* que captura conexões políticas via conselho de administração não apresentou significância estatística. Em ambas as amostra analisadas (com e sem a exclusão de valores extremos) obteve-se indicação de que a presença de conselheiros que já ocuparam cargos relevantes no BNDES não necessariamente implica na obtenção de empréstimos concedidos pelo banco de desenvolvimento. A variável de estudo nesse caso não apresentou significância estatística para os níveis analisados.

Outra forma de conexão política estudada se refere às doações que algumas empresas realizaram nas campanhas políticas dos deputados, senadores, governadores e presidentes nas campanhas de 2002, 2006 e 2010. Nesse contexto, o presente estudo se propôs a testar se o montante doado pelas empresas aos candidatos vencedores nas eleições impactou significativamente o desempenho médio que essas empresas

apresentaram nos 4 anos subsequentes à eleição. As análises realizadas pelo teste t e pelos testes de regressão em painel evidenciaram que o montante doado aos candidatos eleitos não se relaciona significativamente com o desempenho das empresas da amostra. Empresas que realizaram doações a candidatos vencedores não apresentaram necessariamente um desempenho superior àquelas empresas que não contribuíram ou que acabaram contribuindo somente para candidatos que perderam as eleições.

É importante frisar, no entanto, que o estudo exposto não é conclusivo e ainda é necessária a elaboração de outros trabalhos que permitam afirmar com segurança quais são as razões que motivam as empresas a doarem para campanhas políticas. Mancuso (2012) destaca a necessidade de se obter levantamentos empíricos capazes de evidenciar a motivação que faz com que as empresas contribuam em campanhas políticas, uma vez que as evidências atualmente presentes podem ser consideradas escassas.

Ainda que o presente trabalho tenha obtido indicações de que as empresas brasileiras de capital aberto não estabelecem conexões políticas para obter benefícios como o acesso a financiamento do BNDES, é importante ressaltar que a abordagem metodológica utilizada possui algumas limitações tocantes à construção operacional das variáveis utilizadas, amostra de dados e também à técnica econométrica selecionada para análise. Assim, é importante que outros estudos sejam realizados para que se possa verificar a consistência dos resultados apresentados nessa dissertação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Ali, M., Ng, Y. L., & Kulik, C. T. (2014). Board age and gender diversity: A test of competing linear and curvilinear predictions. Journal of Business Ethics, 125(3), 497-512.

Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2005). Unpacking firm effects: modeling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments. Revista de Administração Contemporânea, 9(SPE1), 65-85.

Bandeira-de-Mello, R., Marcon, R., Goldszmidt, R. G. B., & Zambaldi, F. (2012). Firm performance effects of nurturing political connections through campaign contributions. African Journal of Business Management, 6(9), 3327-3332.

Bebchuk, L. A., & Jackson Jr, R. J. (2012). Shining light on corporate political spending. Geo. LJ, 101, 923.

Bebchuk, L. A., & Neeman, Z. (2009). Investor protection and interest group politics. Review of Financial Studies, hhp042.

BNDES. **A empresa:** história. [1999]a. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa/historia.html>. Acesso em: 20 de maio de 2015.

BNDES. **Estatísticas operacionais do Sistema BNDES:** evolução dos desembolsos. [1999]b. Disponível em: < http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Estatisticas_Operacionais/l>. Acesso em: 28 de maio de 2015.

Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. (2008). Political connections of newly privatized firms. Journal of Corporate Finance, 14(5), 654-673.

Brasil. Lei n. 9.504, de 30 de setembro de 1997. Estabelece normas para as eleições. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9504.htm>. Acesso em 28 de mai. de 2015.

Brasil. Lei n. 10.183, de 12 de fevereiro de 2001. Altera dispositivos da Lei no 9.365, de 16 de dezembro de 1996, que institui a Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-PASEP, do Fundo de Amparo ao Trabalhador e do Fundo da Marinha Mercante. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10183.htm>. Acesso em 28 de mai. de 2015.

Brasil. Lei n. 12.527, de 18 de novembro de 2011. Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5o, no inciso II do § 3o do art. 37 e no § 2o do art. 216 da Constituição Federal; altera a Lei no 8.112, de 11 de dezembro de 1990; revoga a Lei no 11.111, de 5 de maio de 2005, e dispositivos da Lei no 8.159, de 8 de janeiro de 1991; e dá outras providências. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12527.htm >. Acesso em 20 de out. de 2014.

Bussab, W. D. O., & Morettin, P. A. (2010). Estatística básica. Saraiva.

Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012a). Conexões Políticas das Firmas e seus Efeitos na *Performance*: uma convergência entre as perspectivas da governança e da dependência de recursos–um ensaio teórico. Revista Alcance,19(2), 241-258.

Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012b). Conexões políticas e desempenho: um estudo das firmas listadas na BM&FBOVESPA. Revista de Administração Contemporânea, 16(6), 806-826.

Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. Corporate Governance: An International Review, 18(5), 396-414.

Carvalho, D. (2014). The Real Effects of Government-Owned Banks: Evidence from an Emerging Market. The Journal of Finance, 69(2), 577-609.

Casella, G., & Berger, R. L. (2011). Inferência estatística-tradução da 2ª edição norteamericana. Centage Learning.

Chizema, A., Liu, X., Lu, J., & Gao, L. (2014). Politically connected boards and top executive pay in Chinese listed firms. Strategic Management Journal.

Ciftci, M., & Cready, W. M. (2011). Scale effects of R&D as reflected in earnings and returns. Journal of Accounting and Economics, 52(1), 62-80.

Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. Journal of Financial Economics, 88(3), 554-580.

Comissão, D. V. M. Instrução CVM n. 480, de 07 de dezembro de 2009.Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 26 de jun. de 2014.

Costa, M., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2013). The political connection influence on Brazilian business group diversification. *Revista de Administração de Empresas*, *53*(4), 376-387.

Da Silva, E. L., & Menezes, E. M. (2005). Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação. UFSC, Florianópolis, 4a. edição.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control.Journal of law and economics, 301-325

Fan, J. P., Wong, T. J. & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. Journal of financial economics, 84(2), 330-357.

Faoro, R. (2001). Os donos do Poder. rev. São Paulo: Globo.

Fávero, L. P. L. *et al.* (2009). Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

Ferguson, T., & Voth, H. J. (2008). Betting on Hitler: the value of political connections in Nazi Germany. The Quarterly Journal of Economics, 101-137.

Freeman, R. E. (2001). A stakeholder theory of the modern corporation.Perspectives in Business Ethics Sie, 3, 144.

Freeman, R. E. (2010). Strategic management: A stakeholder approach. Cambridge University Press.

Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2013). Politically connected boards of directors and the allocation of procurement contracts. Review of Finance, rfs039.

Grossman, R. S., & Imai, M. (2014). Taking the Lord's Name in Vain: The Impact of Connected Directors on 19th Century British Banks.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2004). Econometría. México DF. McGraw-Hill. Ham, JC & Rea, SA (1987, julio). Unemployment insurance and male unemployment duration in Canada. Journal of Labor Economics, 5(3), 325-353.

Hafsi, T., & Turgut, G. (2013). Boardroom diversity and its effect on social performance: Conceptualization and empirical evidence. Journal of business ethics, 112(3), 463-479.

Hair, J. F., Celsi, M. W., Money, A. H., Samouel, P., & Page, M. J. (2003).Essentials of business research methods. ME Sharpe.

Hasan, I., Jackowicz, K., Kowalewski, O., & Kozlowski, L. (2014). Politically connected firms in Poland and their access to bank financing.

Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line?. Strategic management journal, 22(2), 125-139.

Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. Journal of management.

Holanda, S. B. de. (1995). Raízes do Brasil. São Paulo: Companhia das Letras, 26.

Humphery-Jenner, M. (2012). Lobbying, Operating Performance, and Corporate Governance. UNSW Australian School of Business Research Paper, (2012).

Huse, M., & Rindova, V. P. (2001). Stakeholders' expectations of board roles: the case of subsidiary boards. Journal of Management and Governance, 5(2), 153-178.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, IBGC, 4ª edição , 2009.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 78-79.

Johnson, S. G., Schnatterly, K., & Hill, A. D. (2012). Board Composition Beyond Independence Social Capital, Human Capital, and Demographics. Journal of Management, 0149206312463938.

Kim, J. H. (2008). Corporate lobbying revisited. Business and Politics, 10(2).

Krueger, A. O. (2002). *Why is crony capitalism is bad for economic growth.* In S. Harber. (Ed.). *Crony Capitalism and Economic Growth in Latin America: theory and evidence* (Cap. 1, pp. 1-25). Estados Unidos: Hoover Institution Press.

Laplume, A. O., Sonpar, K., & Litz, R. A. (2008). Stakeholder theory: Reviewing a theory that moves us. Journal of management, 34(6), 1152-1189.

Lazzarini, S. G., Musacchio, A., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2011). What do development banks do? Evidence from Brazil, 2002-2009. available at at< http://ssm. com/abstract, 1969843.

Lazzarini, S. G. (2011). Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões. Elsevier.

Li, H., Meng, L., Wang, Q., & Zhou, L. A. (2008). Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. Journal of development economics, 87(2), 283-299.

Magro, M. STF barra doações de empresas a campanhas políticas. **Valor Econômico**, São Paulo, 17 set. 2015. Política. Disponível em < http://www.valor.com.br/politica/4229868/stf-barra-doacao-de-empresas-campanhas-politicas>. Acesso em: 15 out. 2015.

Mancuso, W. P. (2012). Investimento eleitoral no Brasil: balanço da literatura e agenda de pesquisa. *Paper* apresentado no 8o encontro da Associação Brasileira de Ciência Política-ABCP.

Marconi, M. D. A., & Lakatos, E. M. (2010). Fundamentos de metodologia científica. In Fundamentos de metodologia científica. Atlas.

Martins, E., Diniz, J. A., & Miranda, G. J. (2012). Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica. São Paulo: Atlas.

Matemilola, B. T., Bany-Ariffin, A. N., & B. McGowan, C. (2013). Unobservable effects and firm's capital structure determinants. Managerial Finance, 39(12), 1124-1137.

Mellone Júnior, G, & Saito, R. (2004). Monitoramento interno e desempenho da empresa: determinantes de substituição de executivos em empresas de capital aberto no Brasil. Revista de Administra&ccdeil; ão da Universidade de São Paulo, 39(4).

Menozzi, A., Urtiaga, M. G., & Vannoni, D. (2012). Board composition, political connections, and performance in state-owned enterprises. Industrial and Corporate Change, 21(3), 671-698.

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. Journal of Financial Economics, 73(2), 201-228.

Morck, R. (2008). Behavioral finance in corporate governance: economics and ethics of the devil's advocate. Journal of Management & Governance,12(2), 179-200.

Nakamura, W. T., Jucá, M. N., & Bastos, D. D. (2011). Estrutura de maturidade das dívidas das empresas brasileiras: um estudo empírico. RAC. Revista de Administração Contemporânea, (2), 228-248.

Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). The external control of organizations: a resource dependence perspective.

Phillips, R., Freeman, R. E., & Wicks, A. C. (2003). What stakeholder theory is not. Business Ethics Quarterly, 479-502.

Randolph, J. J. (2009). A guide to writing the dissertation literature review. Practical Assessment, Research & Evaluation, 14(13), 2.

Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. Journal of business, 197-216.

Sampieri, R. H., Collado, C. H., Lucio, P. B., Murad, F. C., & Garcia, A. G. Q. (2006). Metodologia de pesquisa.

Samuels, D. (2001). Does money matter? Credible commitments and campaign finance in new democracies: theory and evidence from Brazil. Comparative Politics, 23-42.

Silva, F., Majluf, N., & Paredes, R. D. (2006). Family ties, interlocking directors and performance of business groups in emerging countries: The case of Chile. Journal of Business Research, 59(3), 315-321.

Silveira, A. D. M. da. (2010). Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Elsevier Brasil.

Silveira, A. D. M. da. (2014). Governança corporativa: o essencial para líderes. Elsevier Brasil.

Silveira, A. M., Barros, L. A., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. Caderno de Pesquisas em Administração, 10(1).

Silveira, A. D. M., Donaggio, A. R. F., Sica, L. P. P. P., & Ramos, L. D. O. (2014). Women's Participation in Senior Management Positions: Gender Social Relations, Law and Corporate Governance. Law and Corporate Governance (October 10, 2014).

Silveira, A. D. M., Leal, R. P. C., de Campos Barros, L. A. B., & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2009). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. Revista de Administração da Universidade de São Paulo, 44(3).

Sunder, S. (1997). Theory of accounting and control. South-Western College Pub.

Sztutman, A. M., & Aldrighi, D. M. (2013). Financiamento das campanhas eleitorais de 2006 por grupos econômicos e empréstimos do BNDES. XII Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro.

Tarus, D. K., & Aime, F. (2014). Board Demographic Diversity, Firm Performance and Strategic Change: A Test of Moderation. Management Research Review, 37(12).

Thompson, D. F. (1993). Understanding financial conflicts of interest. The New England journal of medicine, 329(8), 573.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. science, 185(4157), 1124-1131.

Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. Journal of Financial Economics,105(3), 581-606.

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

Yu, H. Y., & Main, B. G. (2012). Political Intervention, Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Investigation in Japan and Taiwan. Accounting and Finance Research, 1(1), p134.

Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. Journal of management, 15(2), 291-334.