UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

Marcus Vinícius da Silva Nunes

Doações eleitorais podem comprar influência? Estudo de evento sobre o efeito da proibição de doações por pessoas jurídicas em campanhas eleitorais brasileiras

São Paulo

2019

Prof. Dr. Vahan Agopyan

Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Fabio Frezatti

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Valmor Slomski

Chefe de Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

MARCUS VINÍCIUS DA SILVA NUNES

Doações eleitorais podem comprar influência? Estudo de evento sobre o efeito da proibição de doações por pessoas jurídicas em campanhas eleitorais brasileiras

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Controladoria e Contabilidade do Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências

Área de Concentração: Controladoria e Contabilidade

Orientador: Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

Versão Corrigida

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

São Paulo

2019

Ficha catalográfica
Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA
com os dados inseridos pelo(a) autor(a)

Nunes, Marcus Vinícius da Silva.
Doações eleitorais podem comprar influência ? estudo de evento sobre o efeito da proibição das doações por pessoas jurídicas em campanhas eleitorais brasileiras / Marcus Vinícius da Silva Nunes. - São Paulo, 2019.
104 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, 2019.
Orientador: Lucas Ayres Barreira de Campos Barros.

1. Financiamento de campanha eleitoral. 2. Conexão política. 3. Doações de empresas. 4. ADI 4650. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

Nome: Nunes, Marcus Vinícius da Silva Nunes

Título: Doações eleitorais podem comprar influência? Estudo de evento sobre o efeito da proibição de doações por pessoas jurídicas em campanhas eleitorais brasileiras

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Controladoria e Contabilidade do Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof(a). Dr(a). _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof(a). Dr(a). _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof(a). Dr(a). _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Aos meus pais, Zilma e Clóvis.
Obrigado por todo o apoio e ajuda ao longo desses anos. Essa vitória é nossa.

AGRADECIMENTOS

Certa vez meu pai me disse “a gratidão é a memória do coração”. Essa célebre frase de Antístenes veio a minha mente durante a elaboração desse texto. Não a menciono por acaso. Correndo o risco de me alongar demasiadamente, gostaria de agradecer a minha mãe e a meu pai por todo o apoio antes e durante o mestrado, sem vocês eu não teria conseguido todo o suporte necessário para chegar até aqui, especialmente a minha mãe. É difícil pensar que meu pai não vai ler este trabalho, tem muito dele nessas páginas, porém ele diria nesse momento que “a vida é luta renhida”, então o show deve continuar.

Gostaria de agradecer imensamente ao Itaú Unibanco e aos meus gestores Adriana Bonilha, Sérgio Arai, José Renato Tunes, Sarah Chinarelli e Gabriela Gil por terem me proporcionado essa oportunidade. Aos meus colegas de trabalho, e em especial, ao Douglas Novo e Robson Moreno que facilitaram a minha vida profissional para que eu pudesse me dedicar mais aos meus estudos.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Lucas Barros, pela sua paciência, conhecimento e dedicação na elaboração desta dissertação. Ao programa de pós-graduação em ciências contábeis da FEA USP, seus docentes e funcionários pelas aulas, conselhos e suporte ao longo desta etapa e pela recepção que tive quando ingressei no curso. A todos os meus colegas e amigos do programa e em especial a Renata Nogueira (chefe), Douglas Paula, Carlos Struckas, Larissa Santos, Raquel Sales e Matheus Figo, sem a ajuda deles a experiência não teria sido a mesma, afinal, se pude ver mais longe foi por ter se apoiado nos ombros desses gigantes. É mister pontuar a acachapante contribuição intelectual que pude obter no grupo do IFRIC 22 (eterno 3 a 1).

Agradeço aos professores membros da minha banca de qualificação pelas preciosas contribuições que moldaram este estudo. A Prof. Dra. Rosilene e sua vasta bibliografia na área que me guiaram durante a etapa de pesquisa. O Prof. Dr. Wilson Nakamura que aceitou o convite de participar da minha banca, respondendo prontamente, mesmo ele tendo ocorrido da forma que foi. A Prof. Dra. Patrícia Varela que me ajudou a delimitar o escopo deste trabalho desde antes dele se tornar um projeto.

Obrigado aos meus amigos Daniel, Daniela e Joelton que sempre estiveram dispostos a me fornecer apoio quando precisava de um ambiente diferente do acadêmico e profissional.

Por fim, como Camões em sua grande obra pontuou: “cesse tudo o que a Musa antigua canta, que outro valor mais alto se alevanta”. Quero agradecer aquelas pessoas que fulguraram meu imaginário durante minha graduação, pois foi “vós, Tágides minhas” que me incentivaram a chegar até aqui: Sarah (um agradecimento só não caberia a tão vultosa figura), Bianca Cotrim e Catarina Karen, que vieram antes e desbravaram esse prado acadêmico/profissional, possibilitando que eu idealizasse esse momento. E a Giovanna que (apesar de tudo) esteve comigo durante as provas para entrar no mestrado, além das longas noites de sonhos e discussões para que eu pudesse atingir a esse objetivo.

“Se enxerguei mais longe, foi porque me apoiei sobre os ombros de gigantes”.

(Isaac Newton)

RESUMO

Nunes, M. V. S. (2019). *Doações eleitorais podem comprar influência? Estudo de evento sobre o efeito da proibição de doações por pessoas jurídicas em campanhas eleitorais brasileiras.* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

Doações legais a campanhas eleitorais podem comprar influência? Diversos estudos desenvolvidos na literatura detectaram evidências de que empresas podem se beneficiar de conexões estabelecidas com políticos por meio de doações em campanhas eleitorais, sendo que a potencial influência pode ser entendida pelos investidores como uma vantagem competitiva. Com a mudança de cenário trazida pela decisão do Supremo Tribunal Federal (STF) de proibir as doações por pessoas jurídicas em campanhas eleitorais a partir de 2016, este trabalho buscou avaliar qual seria o possível impacto inicial que essa nova legislação eleitoral poderia trazer para o ambiente econômico. A amostra foi composta por empresas com ações negociadas na B3 durante o período de 2010 a 2017, sendo os dados referentes a doações para os cargos de presidente, senador e deputado federal nas eleições de 2010 e 2014. Esta pesquisa foi dividida em duas partes. A primeira parte utilizou a metodologia do estudo de evento, estabelecendo janelas de teste que representaram o andamento do processo jurídico e as repercussões no mercado. Os resultados sugerem que as empresas doadoras, principalmente as que contribuíram para candidatos da base governista, obtiveram retornos anormais positivos e significantes quando o supremo aceitou julgar essa matéria, porém o mesmo não se refletiu para as demais janelas de evento. Já a segunda parte buscou estimar se as doações geravam dois benefícios para essas entidades, que são: maior acesso a crédito com menor custo financeiro via BNDES e maior agressividade fiscal, devido ao exercício de influência que essas empresas doadoras poderiam ter sobre os legisladores e representantes do Estado. Os resultados dos modelos de regressões de dados em painel apontam que os empréstimos concedidos pelo BNDES tem relação positiva e significativa com as doações feitas por empresas. Das medidas de agressividade fiscal utilizadas nesta pesquisa, *book tax difference* (BTD) e *effective tax rate* (ETR), somente ETR foi negativamente significante. Essa variável representa a taxa efetiva de tributos sobre o lucro e a literatura diz que quanto menor o ETR, maior a probabilidade de a empresa ser fiscalmente mais agressiva. Complementando a análise, por meio de modelos de diferenças em diferenças, foi estimado o efeito da decisão final do STF sobre esses eventuais benefícios, porém, não houve indícios de que a proibição tenha afetado as variáveis estudadas. É importante mencionar que para as medidas de agressividade fiscal, é possível que o curto espaço de tempo não tenha sido o suficiente para poder observar o efeito da proibição, uma vez que esses efeitos iniciais podem demorar a surgir.

Palavras-chave: Conexão Política. ADI n. 4.650. Doação de Empresas. Financiamento de Campanha.

ABSTRACT

Nunes, M. V. S. (2019). *Can campaign donations buy influence? An event study on the effect of banning companies donations in the Brazilian electoral campaigns.* (Master Thesis). School of Economics, Management, and Accountancy, University of São Paulo, São Paulo.

Can legal campaign contributions buy influence? Several studies in the literature have detected evidence that companies that donate can benefit from these established connections with politicians, and that potential influence can be understood as a competitive advantage for these companies. With the change brought about by the decision of the Supreme Federal Court (STF) to ban company donations in electoral campaigns from 2016, this work sought to evaluate what would be the possible impact that this new electoral legislation could bring to the economic environment. The sample comprised companies with shares traded at B3 during the period from 2010 to 2017, with data referring to the donations for the positions of president, senator and federal deputy in the 2010 and 2014 elections. This research was divided into two parts. The first part used the methodology of the event study, establishing event windows that represented the progress of the process and the repercussions in the market. The results suggest that donor firms, especially those that contributed to candidates from the ruling base, obtained abnormal positive and significant returns when the supreme judge accepted the matter, but the same effect was not reflected for the other event windows. The second part sought to estimate if the donations generated two benefits for these entities: greater access to credit with lower financial costs through BNDES and greater fiscal aggressiveness, due to the exercise of influence that these donor companies could have on the legislators and representatives of the State. The results of the panel data regression models indicate that loans granted by BNDES are positive and significant with the donations made by companies. Of the fiscal aggressiveness measures used in this research, the book tax difference (BTD) and effective tax rate (ETR), only ETR was negatively significant. This variable represents the effective tax rate on profit and the literature says that the lower ETR, the greater the probability that company will be more tax aggressive. Complementing the analysis, by means of models of differences in differences, the effect of the final decision of the STF on these possible benefits was estimated. Only the BNDES loans were negatively and significantly affected by the change, suggesting that the grants could represent a way of influencing the investment decisions of this government-controlled bank. Regarding measures of fiscal aggression, it is possible that the short time was not enough to be able to observe the effect of the prohibition, since these initial effects may be slow to arise in this case.

Keywords: Political Connection. ADI n. 4,650. Company Donation. Campaign Finance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Etapas do Estudo de Evento 53

Figura 2 – Linha do tempo do julgamento da ADI n. 4.650..... 53

Figura 3 – Janelas de evento..... 54

Figura 4 – Janelas de Evento e Janelas de Estimação 58

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Cobertura da Impressa 15 dias antes e após a Janela 1 55

Gráfico 2 – Cobertura da Impressa 15 dias antes e após a Janela 2 55

Gráfico 3 – Cobertura da Impressa 15 dias antes e após a Janela 3 56

Gráfico 4 – Cobertura da Impressa 15 dias antes e após a Janela 4 56

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Limites de gastos para as eleições de 2018 50

Quadro 2: Descrição de variáveis utilizadas na pesquisa.....61

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Relação de Votos ADI 4.650 47

Tabela 2 – Os 10 Maiores Doadores da base na soma dos dados eleitorais de 2010 e 2014 ...69

Tabela 3 – Relação de doadores por setores utilizados para testar a hipótese H1 70

Tabela 4 – Estatística descritiva dos dados utilizados no estudo de evento 71

Tabela 5 – Relação de doadores por setores utilizados para testar as hipóteses H2 e H3 72

Tabela 6 – Estatística descritiva dos dados utilizados para testar H2 e H3 72

Tabela 7 – Resultados do teste de Tendências Paralelas 73

Tabela 8 – Resultados da regressão do modelo (8) 74

Tabela 9 – Resultados da regressão do modelo (9) 76

Tabela 10 – Resultados da regressão do modelo (10) 77

Tabela 11 – Resultados das regressões (11) a (13) de Dados em Painel de BNDES 78

Tabela 12 – Resultados das regressões (17) a (19) de DiD da variável BNDES 80

Tabela 13 – Resultados das regressões (11) a (13) de Dados em Painel de BTD e ETR 81

Tabela 14 – Resultados das regressões (17) a (19) de DiD das variáveis BTD e ETR 83

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 25
1.1 Contextualização 25
1.2 Problema de Pesquisa e Objetivos 27
1.3 Hipóteses de Pesquisa 28
1.4 Justificativa, Contribuições Esperadas e Limitações 32
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA 35
2.1 Estratégias de não mercado 35
2.2 Conexões Políticas: definições e evidências empíricas 37
2.3 Financiamento de Campanhas Eleitorais no Brasil 40
2.3.1 Modelos de Financiamento de Campanhas Eleitorais: Privado, Público e Misto ... 41
2.3.2 A Legislação vigente no Brasil antes da ADI n. 4.650 43
2.3.3 Ação Direta de Inconstitucionalidade – ADI n. 4.650 46
2.3.4 A Legislação vigente no Brasil após a ADI n. 4.650 48
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS 51
3.1 Dados e Amostra 51
3.2 Metodologia do Estudo de Evento 52
3.3 Definição de Variáveis 59
3.4 Modelos Econométricos 63
3.4.1 Estudo de Evento 63
3.4.2 Dados em Painel 64
3.4.2 Diferenças em Diferenças 66
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS 69
4.1 Estatísticas Descritivas e teste de Tendências Paralelas 69
4.2 Resultado das Regressões 74
4.2.1 Hipótese H1 – CAR por janela de evento 74
4.2.2 Hipótese H2 – Empréstimos do BNDES 77
4.2.3 Hipótese H3 – Agressividade Fiscal 81
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS 85
REFERÊNCIAS 91

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Doações legais a partidos políticos para campanhas eleitorais podem comprar influência? Essa questão tem sido alvo de constante debate social nos últimos anos. Aqueles que não apoiam o financiamento privado para campanhas eleitoras argumentam que este tipo de doação pode gerar um desequilíbrio na disputa eleitoral em decorrência da diferença de poderes econômicos entre os que recebem essas doações e os demais candidatos (Kanaan, 2012; Santano, 2014). No entanto, aqueles que são a favor desse tipo de doação acreditam que quanto maior o envolvimento da sociedade, maior será a garantia de diversidade de ideologias a serem ouvidas (Rubio, 2005; Sanseverino, 2012). Porém é importante ressaltar que o cerne desta discussão reside nas consequências que as conexões políticas de empresas privadas podem acarretar para a sociedade e para a firma.

Sob a ótica da administração estratégica, é por meio da estratégia que as entidades definem como devem ser alocadas as competências e os recursos do ambiente e da organização, com o intuito de criar um valor único e obter vantagens competitivas (Hitt, Ireland, & Hoskisson, 2008; Thompson, Strickland, & Gamble, 2008; Porter, 1996). Como opção para alcançar este objetivo, as empresas podem adotar as chamadas estratégias de não mercado (Baron, 1995). Essas estratégias determinam que por meio de doações ou de outras formas de conexões com políticos, as empresas podem exercer um papel de influenciador no ambiente político, podendo pautar ou retirar de pauta determinados assuntos de seu interesse, além de obterem maiores concessões de órgãos reguladores e estatais (Dorobantu, Kaul, & Zelner, 2016).

Em linha com esse pensamento, a literatura tem demonstrado que as conexões políticas podem representar uma fonte valiosa de recursos, tanto em países desenvolvidos como em países em desenvolvimento, capaz de afetar a decisão estratégica das empresas e oferecer uma maior capacidade de competitividade em relação às demais, sendo considerada como fatores de conectividade, além da doação para campanhas eleitorais, a contratação de ex-políticos ou de ex-dirigentes de órgãos públicos para ocuparem cargos de relevância na organização, seja na diretoria ou nos conselhos, (Camilo, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2012; Claessens, Feijen, & Laeven, 2008; Faccio, Masulis, & McConnell, 2006; Fisman,

2001; Goldman, Roscholl, & So, 2013; Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2011; Kim & Zhang, 2015).

A partir do entendimento de que as doações empresariais são capazes de distorcer o ambiente político, gerando relações de dependência e de troca de favores entre a classe política e a de doadores, e contando também com o auxílio dos recentes casos de corrupção que assolaram o Brasil, o Supremo Tribunal Federal (STF) finalizou no dia 17/09/15 o julgamento da Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) n. 4.650, decidindo por proibir as doações de pessoas jurídicas afetando a forma de financiamento das campanhas eleitorais no Brasil.

Após essa proibição, o Congresso nacional por meio da Lei n. 13.487 (2017) estipulou a criação de uma nova fonte pública de recursos para as campanhas eleitorais, o chamado Fundo Especial de Financiamento de Campanha (FEFC). Mesmo a proibição mantendo um modelo misto para o sistema brasileiro de financiamento de campanhas eleitorais, permitindo que ainda sejam utilizados tanto recurso privado como público, a balança dos custos destas campanhas começou a pesar mais para os cofres estatais, pois segundo dados do Tribunal Superior Eleitoral, em 2018 foram destinados R$ 1,7 bilhão de recursos federais apenas para este novo fundo.

Esta pesquisa busca explorar os impactos gerados pela proibição de doações empresariais no valor de mercado das empresas doadoras por meio de um estudo de evento verificando se os investidores de fato entendiam que essas doações acrescentavam valor para as firmas. Adicionalmente, esta pesquisa também explora os seguintes possíveis impactos gerados pelas conexões políticas mencionados na literatura, são eles: uma maior facilidade em obter financiamento mais barato com os bancos públicos e ter um planejamento tributário mais agressivo, sendo a doação o fator que caracteriza a conectividade. O motivo para a escolha desses fenômenos será tratado em tópico específico.

A razão para acreditar que as empresas politicamente conectadas possuem esses dois benefícios se baseia na hipótese de que o agente político beneficiado pela doação tende a favorecer essa empresa doadora no futuro (Camilo et al., 2012; Fisman, 2001; Krieger, Rodrigues & Bonassa, 1994), ao utilizar todos os meios que estiverem ao seu dispor.

Pensando na concessão de crédito e na forma de poder retribuir o investimento realizado pelas empresas que o ajudaram a se eleger, o agente político tem grande influência na administração de bancos públicos ao ter o poder de indicar e demitir os seus

administradores, sendo assim, as tomadas de decisões desses administradores podem possuir um viés político no momento da concessão de recursos com uma taxa menor para determinados projetos de financiamento (Claessens et al., 2008; Lanzarinni et al., 2011; Sztutman & Aldrighi, 2013). Por fim, abordando o aspecto tributário, ao ajudar a eleger o legislador a empresa conectada pode influenciar as mudanças na lei tributária a seu favor, além de poder ter acesso privilegiado a informações a respeito de mudanças da lei, podendo incorporar esse benefício no seu planejamento tributário (Kim & Zhang, 2015).

1.2 Problema de Pesquisa e Objetivos

Esse estudo propõe expandir a literatura de conexões políticas a fim de encontrar mais evidências acerca dos motivos pelos quais as empresas buscam possuir tal relação e qual a percepção do mercado a partir desta conexão obtida por meio da doação, observando o efeito da proibição e considerando as estratégias de doações adotadas por cada empresa, ao responder a seguinte questão: a proibição de doações empresariais que estavam previstas em lei gerou algum impacto no valor de mercado das empresas de capital aberto no Brasil conforme a estratégia de doações a candidatos políticos adotados por elas nas campanhas eleitorais de 2010 e 2014?

Tendo ainda como base a contextualização do problema, o objetivo geral deste estudo é de verificar o impacto da proibição de doações empresariais sobre o valor de mercado das empresas de capital aberto no Brasil em cada etapa da votação dos ministros do STF no processo da ADI n. 4.650 até a deliberação final, observando se a estratégia de doação dessas empresas durante os pleitos de 2010 e 2014 exerceu alguma influência nesse possível impacto. Para isso a pesquisa se apoia nos seguintes passos:

I – Estabelecer quais são as janelas de tempo em que poderia ter ocorrido o possível impacto da proibição, considerando como evento todo o processo do julgamento da ADI n. 4.650, para apuração do eventual retorno anormal.

II – Identificar quem foram as empresas doadoras nas duas campanhas estudadas, explorando as possíveis estratégias de doações apontadas na literatura, conforme explicado em seção específica mais adiante, segregando as empresas entre: doadoras e não doadoras, o

montante doado aos candidatos que se elegeram e aqueles que não obtiveram êxito e o que foi doado entre campanhas ligadas ao governo e oposição de cada período.

De forma complementar, os objetivos específicos deste estudo são de verificar qual a relação entre doações realizadas por empresas de capital aberto no Brasil para campanhas eleitorais brasileiras de 2010 e 2014, observando também o efeito da proibição e das estratégias de doações de cada empresa, conforme mencionado anteriormente, nos possíveis veículos e fontes de recursos que poderiam justificar o interesse das empresas em obter conexão política, sendo eles:

1 - o acesso delas ao financiamento concedido pelo BNDES;

2 – uma maior agressividade fiscal.

1.3 Hipóteses de Pesquisa

Como já foi mencionado, há uma possível relação de reciprocidade dos políticos eleitos para com aquelas empresas que os ajudaram em suas respectivas campanhas eleitorais (Krieger et al.,1994). Pesquisas como as de Camilo et al. (2012) e de Bandeira-de-Mello, Marcon, Goldszmidt e Zambaldi (2012) apontam que empresas conectadas politicamente apresentam um desempenho melhor do que as demais empresas, considerando indicadores contábeis e o valor de mercado como medida de desempenho. Esses autores acreditam que essas relações com políticos são capazes de gerar algum tipo de valor para as companhias, sendo que essa capacidade é percebida e precificada pelos investidores dependendo da efetividade da estratégia adotada pela empresa ou pela forma como ela se posicionou durante o processo eleitoral e após o resultado de cada pleito.

Alternativamente a essa percepção, os trabalhos de Aggarwal, Maschke e Wang (2012) e Bertrand, Kramarz, Schoar e Thesmar (2018) sugerem que nem sempre as conexões políticas adicionam positivamente valor a essas empresas. Ambos os trabalhos sugerem que as empresas doadoras utilizadas em seus estudos apresentam como característica uma baixa lucratividade e rentabilidade para o acionista. De acordo com esses autores, os investidores avaliam que as empresas doadoras eram obrigadas de alguma forma a realizar essas contribuições financeiras por pressão da própria classe política e que elas cediam a esses agente governamentais com o intuito de evitar problemas, de forma que a doação era vista como um custo para que elas pudessem continuar a atuar no mercado, podendo esse custo ser

inferior ao benefício gerado. Assim, com a proibição as empresas doadoras se beneficiariam, pois não necessitariam mais incorrer neste desembolso. Nessa linha, ainda existe outra possibilidade levantada pelo próprio ministro Gilmar Mendes durante o seu voto no processo da ADI n. 4.650 (2015), no qual ele levantou a possibilidade da proibição criar uma barreira de entrada para novas empresas, ou seja, empresas que pretendiam estabelecer novas conexões políticas por meio de doações legais já não poderiam fazê-lo, ao passo que empresas que tinham estabelecido estas conexões por serem doadoras antes da proibição poderiam continuar a auferir os eventuais benefícios das conexões já estabelecidas. O ministro argumentou também que a mudança na regulação dificultaria a troca de poder, pois a pessoas que já haviam utilizado os recursos dessas empresas para se eleger agora passariam a contar com a máquina pública para trabalhar a seu favor em futuras eleições, assim, as empresas que já haviam obtido essa conexão com esse político poderia manter algum canal de contato ou pelo menos usufruir de algum benefício durante o mandato em que o candidato se beneficiou desta doação.

A partir dessas duas possibilidades levantadas pela literatura quanto aos possíveis efeitos do julgamento da ADI n. 4.650 no valor de mercado das empresas e considerando também as expectativas geradas nos investidores durante o andamento desse processo e o seu resultado final, são elaboradas as seguintes hipóteses:

H1a – Houve redução no valor de mercado das empresas doadoras, em antecipação à perda das vantagens decorrentes da influência política com a decisão do STF de proibir as doações de pessoas jurídicas.

H1b – Houve aumento no valor de mercado das empresas doadoras, uma vez que elas poderiam ter gerado momentaneamente uma vantagem competitiva com a proibição das doações empresariais, pela impossibilidade de novas empresas obterem uma conexão política por esse canal ou porque o benefício potencial dessa relação era inferior ao seu custo.

A hipótese H1a sugere que independentemente da reação média, as empresas doadoras foram afetadas negativamente pela perda do julgamento da ADI n. 4.650. A hipótese H1b abrange duas possibilidades. A primeira, que considera a proibição um vantagem consolidada para as empresas que já doaram, implica que a reação média foi negativa porque fecha um canal de influência para as empresas em geral, sendo essa influência importante para a geração de valor, ao mesmo tempo em que esta reação é menos negativa ou positiva para as empresas já conectadas. Já para a segunda, que argumenta que o custo é maior do que o

benefício, a reação média teria sido positiva ou neutra, sendo que para as empresas doadoras ela foi positiva ou até mais positiva.

Com base na literatura e para atender aos dois objetivos específicos mencionados anteriormente, foram desenvolvidas as seguintes hipóteses:

H2 – A empresa que fez doações possui maior acesso ao crédito concedido pelo BNDES do que as demais não doadoras;

H3 – A empresa que fez doações possui maior agressividade fiscal do que as demais não doadoras.

A respeito da facilidade de acesso a crédito de bancos controlados pelo governo, uma vez que os políticos indicam ou demitem os administradores dessas instituições financeiras, eles são capazes de disponibilizar para as empresas doadoras crédito a taxas de juros inferiores à média de mercado (Faccio et al., 2006; Lazzarini et al., 2011), proporcionando uma vantagem competitiva em relação as outras empresas não conectadas ao ter um menor custo de financiamento. Estudos como os de Claessen et al. (2008) e Sztutman e Aldrighi (2013) observaram a existência de indícios de que empresas politicamente conectadas recebem um volume maior de empréstimos do BNDES. Portanto, com base nesses trabalhos anteriores, a expectativa é de que as empresas tinham como estratégias se conectarem politicamente por meio de doações legais para obter esses recursos, porém, como elas possivelmente foram afetadas pela proibição dessa modalidade de doação, passando a obter menos acesso a esse canal após essa decisão.

Com relação à agressividade fiscal, Kim e Zhang (2015) argumentam que empresas com conexões políticas são fiscalmente mais agressivas em relação às demais empresas devido ao fato de possuírem menor custo político associado a mudanças na legislação tributária que possa desfavorecê-las, proporcionando a manutenção ou concessão de benefícios fiscais, uma vez que essas empresas possuem maior acesso aos legisladores capazes de promoverem tais alterações. Ainda sobre esse acesso a informações privilegiadas, os autores acreditam que esse fator auxilia no planejamento tributário dessas empresas, pois elas serão capazes de antecipar tendências favoráveis ou desfavoráveis. Eles ainda afirmam que essas empresas, induzidas por essas conexões, acabam apresentando um perfil de tomador de risco, uma vez que elas apresentam maior capacidade de receberem ajuda financeira do governo, como mostra o estudo de Faccio et al. (2006). Levando em consideração os indícios apontados por essas pesquisas, a perda dessa influência com os legisladores por meio desse

canal também pode ter gerado uma mudança de atitude e estratégia da empresa em relação ao seu perfil fiscal.

Se H2 e H3 são verdadeiras, ou seja, que as empresas doadoras se beneficiavam por meio desses canais, é possível fornecer algumas explicações em linha com as hipóteses H1a ou H1b. Caso a reação do mercado tenha sido mais negativa para as doadoras, conforme H1a, esse movimento possivelmente teria sido motivado pela expectativa dos investidores de que essas empresas perderiam esses benefícios e assim seria esperado que no período pós-evento houvesse uma redução maior do crédito concedido pelo BNDES a essas empresas ou de eventuais benefícios fiscais, ponderando pelo fato de que o período pós-evento utilizado nessa pesquisa é curto. Por outro lado, no caso de uma reação menos negativa ou positiva para as doadoras, como sugere H1b, seria de se esperar que essas empresas não perdessem seus benefícios no período pós-evento.

Por fim, seguindo a literatura, todas as hipóteses também são ponderadas pela estratégia de destinação de recursos financeiros por meio de doações para as campanhas eleitorais de 2010 e 2014. Trabalhos como os de Lazzarini et al. (2011) e Sztutman e Aldrighi (2013), segregaram as doações entre aquelas recebidas por candidaturas que obtiveram êxito na corrida eleitoral daquelas que não conseguiram eleger seus candidatos com o intuito de conseguir capturar a efetividade da estratégia de cada empresa. De forma similar, Claessen et al. (2008) dividiu as doações entre as que foram para campanhas ligadas aos partidos que figuravam na base governista e os demais como oposição no momento da eleição. A expectativa destes autores é a de que as empresas que financiaram candidaturas que conseguiram se eleger ou campanhas ligadas aos partidos que estavam no poder, possivelmente teriam mais influência política ou maior possibilidade desta conexão se concretizar. Paralelamente, esses pesquisadores encontraram evidências do que foi chamado de “efeito de punição”, em que as doações feitas as campanhas derrotadas ou ligadas a partidos da oposição poderiam ter afetado negativamente a empresa fornecedora destes recursos financeiros.

1.4 Justificativa, Contribuições Esperadas e Limitações

A justificativa para esse estudo concerne na necessidade de a sociedade entender o que leva as empresas a buscarem obter mais ou menos influência política do que as outras, uma vez que a mudança na legislação do financiamento de campanhas eleitorais acarretou em um aumento do chamado custo da democracia. Explorar o que motiva essas conexões pode contribuir para um melhor relacionamento entre as organizações e o ambiente externo, além de fortalecer o processo democrático no Brasil.

Um dos objetivos da ADI n. 4.650 (2015) é o de acabar com a ligação entre empresas e políticos, que eram estabelecidas por meio de doações para campanhas eleitorais. Assim, é importante medir a eficácia desta decisão quanto ao fim dessas conexões e os seus potenciais custos e benefícios, avaliando os seus impactos iniciais. Outro ponto importante, conforme citado anteriormente, tem relação com o aumento da participação de recursos públicos no processo eleitoral brasileiro. É importante verificar se as doações que antes eram permitidas pela lei, de fato eram um fator que gerava valor para as companhias doadoras, ou pelo menos se essa era a percepção do mercado sobre elas.

A escolha das duas variáveis para atender aos objetivos específicos deste estudo se deve ao fato delas representarem os fenômenos diretamente ligados aos objetivos apontados na literatura acadêmica para as empresas obterem conexões políticas. Outros estudos buscaram medir o quanto essas conexões impactam o desempenho global dessas empresas, no entanto, ao medir diretamente se a empresa obtém vantagens tributárias e de financiamento, será possível verificar se a conexão política poderia influenciar o valor da empresa por meio desses dois dos possíveis canais existentes. Considerando mais especificamente o cenário brasileiro, a escolha dessas variáveis também foi motivada pelas investigações do Ministério Público Federal, que por meio das Operações Zelotes e Lava Jato, apuraram a existência de irregularidades nas concessões de créditos por meio do BNDES e da criação de medidas provisórias que visavam fornecer benefícios fiscais e outras vantagens em troca de recursos financeiros para os políticos.

Espera-se que o resultado desse estudo possa contribuir para o debate dos efeitos das conexões políticas ao utilizar a proibição de doações como experimento natural. Durante o processo de levantamento da literatura não foi identificado nenhum outro trabalho que tenha realizado um estudo de evento sobre este tema, portanto, ao utilizar a decisão do STF essa

pesquisa poderá acrescentar uma nova variável na literatura nacional e internacional ao observar de que forma o ambiente econômico se comporta diante do debate e da proibição de doações por pessoas jurídicas em campanhas eleitorais, se diferenciando de estudos como os de Kim e Zhang (2015), Lazzarini et al. (2011) e do Claessens et al. (2008) que utilizaram um cenário no qual as empresas tinham como opção realizar ou não as doações, sendo que essa voluntariedade dificulta a estimação do efeito causal da doação.

Poucos estudos foram desenvolvidos no ambiente brasileiro no que diz respeito aos motivos que possibilitam as empresas a serem fiscalmente agressivas. Algumas pesquisas como as de Martinez e Silva (2017) e Martinez e Dalfior (2015) foram desenvolvidas nessa linha, no entanto, nenhuma delas tinha como propostas verificar a conexão políticas, pois o primeiro estudo buscava examinar a relação da agressividade fiscal entre companhias controladas e controladoras e a segunda medir a influência desse perfil fiscal em relação ao custo da dívida das companhias abertas brasileiras. Portanto, há uma oportunidade de pesquisa a partir dessa lacuna na literatura brasileira.

A principal limitação desta pesquisa concerne no fato dela apenas estimar os efeitos iniciais da lei, pois a pesquisa utiliza dados até o final de 2017, ou seja, um pouco mais de dois anos após a decisão do STF, tendo ocorrido um ciclo eleitoral regional com a proibição das doações empresariais, mas nenhum ciclo federal. Portanto, para o período estudado só haverá a expectativa de no futuro não existir conectividade por meio de doações, pois os representantes que foram eleitos e que receberam doação ainda estarão cumprindo seus mandatos neste período e podem ainda oferecer influência política.

Adicionalmente, esta pesquisa considerou as datas em que ocorreram os julgamentos da ADI n. 4650 para verificar a reação do mercado às decisões dos ministros do STF. Porém, o que pode limitar os resultados deste estudo é a possibilidade de o mercado ter precificado a proibição em outro momento. Porém, cabe salientar que são tomadas medidas para determinar quais as melhores janelas de evento, conforme se explica mais adiante.

É importante mencionar como limitação o fato das doações realizadas via “caixa 2” não serem observáveis e que, portanto, este estudo somente utiliza dados de doações declaradas para o Tribunal Superior Eleitoral nas quais é possível identificar quem foi o beneficiário final da doação. De qualquer forma, segundo dados do Tribunal Superior Eleitoral, as doações de pessoas jurídicas representaram, respectivamente, 74,4% e 76,5% do montante total doado para as eleições de 2010 e 2014.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Estratégias de não mercado

O cenário contemporâneo apresenta um ambiente de negócios cada vez mais competitivos para as firmas e tomadores de decisões, seja devido à eliminação de fronteiras e redução de barreiras trazidas pela globalização ou pelo avanço da tecnologia e da era da informação (Porter, 2009). Nesse contexto, a necessidade de desenvolver estratégias que possibilitem as empresas competirem entre si ou com fatores externos a esse ambiente pode representar a própria sobrevivência, falência ou sucesso destas entidades (Kotler, Kartajaya, & Setiawan, 2010).

Na perspectiva de Ansoff e McDonnel (1990) a estratégia empresarial é um conjunto de decisões e regras que determinam e delimitam o comportamento de uma organização. Mintzberg (1998) acrescenta ainda que a estratégia é um padrão, que estará presente de forma uniforme nas decisões e ações da companhia.

Porter (1996) ainda explica que a estratégia representa uma escolha racional e deliberada das atividades feita pela empresa com o intuito de criar valor único ou superior aos seus clientes, garantindo uma vantagem competitiva. Por sua vez, Thompson, Strickland e Gamble (2008), afirmam que a estratégia é responsável alocação de recursos, capacidades e competências da organização. Portanto, a estratégia é um conjunto de ações e compromissos que tem como objetivo explorar as competências essenciais e oportunidades do ambiente para obter vantagens competitivas (Hitt et al., 2010).

As iniciativas estratégicas podem variar de acordo com o cenário, contexto e do nível de diversificação operacional que uma empresa apresentar ou estiver inserida, sendo que a estratégia deve atuar em diversos níveis da organização, podendo a natureza da decisão ser diferente dependendo do nível estrutural em que ela estiver presente (Rodrigues, Torres, Filho, & Lobato, 2009).

Na literatura são encontradas diversas abordagens e definições de estratégias empresariais, porém, uma corrente de pensamento divide esse tema entre dois grandes grupos: estratégias de mercado e de não mercado (Baron, 1995; Boddewyn, 2003; Bonardi, Holburn, & Vanden Bergh, 2006; McDonnell & Werner, 2014; Dorobantu et al., 2016).

As estratégias de mercado são aquelas ações que são tomadas para a formação de interações com clientes, fornecedores e concorrentes dentro do próprio mercado tendo como objetivo a criação de valor por meio da melhoria do desempenho econômico e financeiro (Baron, 1995). No entanto, essas estratégias não serão de grande valia em determinados contextos organizacionais, como por exemplo, aqueles que possuem como característica uma forte influência do Estado, tal como ocorre em algumas economias em desenvolvimento, pois as estratégias de mercado só consideram aquilo que é obtido via interações comerciais com alguns agentes no ambiente de mercado (Abdalla, 2011).

Segundo Baron (1995), devido a essa delimitação, cabe as estratégias de não mercado abrangerem outras variáveis e atores no planejamento estratégico das organizações, tais como as interações que são intermediadas pelos governos, instituições públicas, mídia e público em geral. Para Boddewyn (2003) o não mercado pode representar a procura intencional pelos interesses públicos e as interações e trocas entre os atores no ambiente devido a falhas das organizações sociais e do Estado.

Mahon (1989) explica que podem existir 3 tipos de estratégias de não mercado. A primeira é chamada de estratégias de contenção, no qual a entidade tem como objetivo manter algum problema ou questão fora da pauta ou de alguma agenda de discussão. A segunda são as estratégias que definem questões podendo a entidade atribuir símbolos a elas. Por fim, a terceira são as estratégias que dão forma às questões, na qual o planejamento é voltado para o controle do resultado ou direcionando as consequências advindas dele.

Baron (1999) destaca como as estratégias de não mercado podem direcionar um processo eleitoral ou as atividades de um governo. Nessa linha Dorobantu et al. (2016) exemplificam que as entidades podem ter um papel de influenciadores quando realizam doações para campanhas eleitorais para obterem vantagens competitivas. Outra possibilidade que esses autores identificaram é que as empresas podem estabelecer uma parceria, seja ela financeira ou de outras formas de financiamento de outros recursos, com os governantes vigentes e assim estabelecer uma conexão política em troca de algum benefício, como definir em qual pauta o governo irá ou deixará de atuar.

A próxima seção aborda a literatura relacionada a essas conexões políticas, bem como exemplos empíricos dos benefícios por trás desse movimento por parte das empresas.

2.2 Conexões Políticas: definições e evidências empíricas

As conexões políticas podem ser definidas como as relações entre as empresas e os políticos e seus partidos para que ambas as partes possam se beneficiar mutuamente destas ligações, podendo representar um importante ativo para a empresa e fonte de recursos para os agentes do governo (Boubakri, Cosset , & Saffar, 2008; Camilo et al., 2012; Claessens et al., 2008; Faccio, 2006; Fisman, 2001).

Os estudos desenvolvidos em vários países no mundo relatam e verificam os potenciais custos e benefícios decorrentes dessas relações e quais os seus impactos em seus respectivos ambientes econômicos. Assim, muitas pesquisas buscam medir o valor das conexões políticas para as empresas (Houston, Jiang, Lin, & Ma, 2014; Jackowicz, Kozlowski, & Mielcarz, 2014; Khwaja & Mian, 2005).

Não existe na literatura uma forma única ou padrão de se estabelecer essa relação entre os grupos empresariais e a classe política, de modo que irá depender muito do ambiente e período de tempo em que as pesquisas são fundamentadas para que se possa identificar essa ligação. Essas pesquisas consideraram como conectadas as empresas quando:

(1) praticam atividades de lobby (Chen, Parsley, & Yang, 2014; Hill, Fuller, Kelly, & Washam, 2014);

(2) contratam pessoas que possuam relações estreitas com políticos ou que já exerceram cargo público para a posição de conselheiro, dirigente ou para a alta gestão executiva da empresa ou grupo econômico (Boubakri et al., 2008; Camilo et al. 2012; Faccio, 2006);

(3) o governo possui participação acionária como minoritário (Inoue, Lazzarini, & Musacchio, 2013);

(4) fornecem recursos financeiros para campanhas eleitorais (Claessens et al. 2008; Lazzarini et al., 2011; Ovtchinnikov & Pantaleoni, 2012).

Portanto, em teoria as empresas possuem diversas formas de conexão política, cabendo a elas escolher a estratégia que melhor irá refletir no seu valor e desempenho (Faccio, 2006; Hillmam, Zardkoohi, & Bierman, 1999). Como exemplo deste movimento a empresa pode optar por construir essa relação com o governo e seus membros para que possa obter:

(a) crédito de bancos públicos com juros mais baixos (Boubakri et al., 2008; Claessens et al. 2008; Dinç, 2005; Sapienza, 2004; Sztutman & Aldrighi, 2013);

(b) tratamento fiscal privilegiado ou a possibilidade de ser fiscalmente mais agressiva (Kim & Zhang, 2015);

(c) contratos diretos ou uma maior facilidade de obter sucesso em processos licitatórios do governo (Boas, Hidalgo, Richardson, 2014; Goldman et al, 2013; Tahoun, 2014);

(d) acesso a informações privilegiadas do governo (Pearce, 2001);

(e) obstruir a entrada de novos concorrentes (Goldman, Rocholl, & So, 2009); e

(f) ter autorização do Estado para explorar determinada atividade econômica (Khwaja & Mian, 2005).

Para descrever alguns achados dessa literatura foram selecionados apenas os resultados dos estudos que consideraram as doações de empresas para campanhas eleitorais como fator de conectividade, uma vez que este é o mesmo fator que foi delimitado no objetivo deste trabalho.

Em sua pesquisa Faccio el al. (2006) analisaram a probabilidade de ajuda financeira por parte do governo de 450 empresas conectadas politicamente de 35 países entre 1997 e 2002. De acordo com os achados deles, pelo menos em alguns países, uma empresa politicamente conectada tem maior chance de receber esse tipo de auxílio financeiro.

Buscando verificar outro possível motivo que levaram as empresas a procurarem obter conexões políticas, Camilo et al. (2012) investigaram se o desempenho de empresas não financeiras listadas na B3, durante o período de 1998 e 2009, sofreu influência devido a conexões políticas. Esta pesquisa aponta que o valor da firma aumenta conforme o grau de conectividade política, quando medido pelo Q de Tobin e *Market-to-book*.

Ainda sobre o efeito no valor de mercado de empresas conectadas politicamente por meio de contribuições financeiras para campanhas eleitorais, Akey (2015), observou que as empresas que realizaram doações a candidatos que venceram as eleições para o Congresso dos Estados Unidos obtiveram um retorno anormal 3% superior quando comparado com o retorno anormal de empresas que doaram para os candidatos perdedores após o ciclo eleitoral. Nesse estudo foram consideradas as eleições de 1998 até 2010.

Como contraponto aos resultados deste estudo, o trabalho desenvolvido por Aggarwal et al. (2012) aponta que na realidade existe uma relação negativa entre a doação da empresa e o retorno obtido por ela. Eles demonstram que um aumento de US$ 10 mil em doações feitas por empresas e fundos de investimento nas eleições americanas de 1991 a 2004 está associado a uma redução nos retornos excedentes anuais de 7,4 pontos base. Os autores apontam que as empresas doadoras apresentam como característica uma má qualidade de governança e problemas de agência e de fluxo de caixa. Vale a pena salientar que o estudo não controlou por doações realizadas a vencedores.

De forma similar, a pesquisa desenvolvida por Bertrand et al. (2018) aponta para um possível custo da conexão política para as empresas. Foram utilizando dados de empresas francesas e de doações realizadas para campanhas regionais neste país. Os pesquisadores observaram que as doações empresariais são estabelecidas pelos presidentes destas empresas e aqueles que apresentam uma conexão com determinado partido acabam por influenciar o destino destes recursos para atender as necessidades dos políticos e partidos. Segundo eles, foi encontrada pouca evidência a respeito de benefícios advindos dessa relação com o governo e que essas empresas apresentam como característica uma baixa lucratividade, sendo que essa lucratividade diminui ainda mais quando o CEO conectado assume o controle.

Claessens et al. (2008) fizeram um levantamento referente as campanhas eleitorais para deputados federais nos anos de 1998 e 2002 e seus resultados apontam que no momento em que as empresas anunciaram que doariam para determinados candidatos, especialmente os que se sairiam vitoriosos posteriormente, tiveram um alto retorno nas ações e que essas mesmas empresas, após as eleições, se alavancaram consideravelmente em relação as outras e obtiveram mais acesso a financiamento bancário.

Da mesma forma, ao analisarem os empréstimos e a alocação de capital concedidos pelo BNDES entre os anos de 2002 e 2009 para empresas brasileiras, Lazzarini et al. (2011) encontraram relação positiva e estatisticamente significante entre o acesso ao crédito concedido por esse banco e as doações efetuadas por essas empresas aos candidatos vencedores das eleições de 2002 e 2006.

Sztutman e Aldrighi (2013) expandem essa análise, ao utilizar em sua pesquisa, dados dos 100 maiores grupos econômicos. Considerando somente as doações feitas a candidatos que venceram as eleições de 2006, os autores encontraram indícios de uma relação positiva entre os financiamentos concedidos pelo BNDES e as doações realizadas por esses grupos.

Kim e Zhang (2015) descobriram que empresas domiciliadas nos EUA e que tem uma alta relação com o governo, seja por ter diretores com conexões políticas, contribuições a partidos políticos ou por lobby, possuem um perfil fiscal mais agressivo do que outras empresas similares que não possuem essas mesmas ligações ao utilizarem medidas de agressividade fiscal que até então não haviam sido utilizadas em trabalhos relacionados as conexões políticas. A amostra deles abrange empresas americanas ativas entre os períodos de 1999 e 2009, sendo que em média 25% das empresas eram politicamente conectadas.

Em outra linha de pesquisa, e utilizando dados das eleições de 2006 para deputados federais no Brasil, Boas et al. (2014) identificaram que empresas que doaram para o partido dos trabalhadores (PT), especialmente as que realizam obras públicas, tiveram um retorno de 14 vezes o valor doado em contratos com o governo, e que esse efeito não se repetiu para empresas que doaram para outros partidos, mesmo aqueles da base aliada do governo.

2.3 Financiamento de Campanhas Eleitorais no Brasil

O financiamento político é de suma importância para a manutenção do sistema democrático contemporâneo. Somente com a arrecadação de recursos econômicos os partidos políticos serão capazes de se estruturar para se relacionarem cada vez mais com a sociedade civil e, assim, manterem se ativos permanentemente, de forma a sempre conseguirem promover novas campanhas eleitorais (Cervi, 2010).

No Brasil, devido ao aumento da concorrência entre os partidos, a profissionalização das campanhas e a necessidade cada vez maior de se atingir um grande número de novos eleitores, ocorreu um grande salto nos custos de manutenção desses partidos durante as suas campanhas eleitorais (Silva & Cervi, 2017). Segundo os dados do Tribunal Superior Eleitoral, os gastos declarados pelos partidos em 2002 foram de R$ 792 milhões, porém, na campanha eleitoral de 2014, esse montante foi de R$ 5,1 bilhões, representando um crescimento de 544%. Diante desse aumento considerável do montante financeiro arrecadado pelos partidos é que paira a dúvida a respeito da legitimidade desses recursos financeiros e das possíveis distorções causadas pelo modelo de financiamento adotado pelo Brasil (Santano, 2015).

Atualmente, as campanhas brasileiras são financiadas pelo setor privado e pelo Poder Público. Portanto, no Brasil, adota-se o chamado modelo misto de financiamento (Gomes,

2010). A seguir, serão apresentados os modelos de financiamento existentes, com as suas respectivas críticas encontradas na literatura.

2.3.1 Modelos de Financiamento de Campanhas Eleitorais: Privado, Público e Misto

Conforme Tonial e Oliveira (2014), o modelo de financiamento exclusivamente privado recebe os seus recursos por meio de doações realizadas por pessoas físicas ou jurídicas, pelas contribuições financeiras dos filiados dos partidos e pelos próprios candidatos à sua campanha eleitoral. Mesmo neste modelo, em que não há participação de recursos públicos, o Estado ainda pode ou não instituir limites de gastos ou de doações.

Até a metade do século XX, essa foi a única fonte de receita para os partidos políticos e candidatos (Rubio, 2005). Porém, este tipo de arranjo institucional vem diminuindo cada vez mais ao redor do mundo nas últimas décadas. Segundo uma pesquisa desenvolvida por Ohman (2015), cerca de 32% dos países estudados por ele possuem restrições (formal ou prática) de doações advindas diretamente do setor privado aos partidos políticos. Nessa situação estão países como a Venezuela, Suíça e Egito.

O principal motivo que proporcionou esse declínio do financiamento privado em campanhas eleitorais decorre de uma forte corrente de opinião que alerta para os riscos de se ter recursos providos por setores economicamente fortes. De acordo com essa linha de pensamento, o montante financeiro fornecido por esses grandes agentes econômicos, que antes era visto como uma forma de participação política e de expressão ideológica, poderia conduzir a um loteamento do Estado, pois, os agentes públicos dependentes destes recursos, deixariam de atuar em benefício da população e passariam a trabalhar no interesse de seus financiadores, afetando a essência da democracia representativa (Rubio, 2005).

É possível que a elevação desta corrente de pensamento levada ao extremo proporcione a criação do modelo de financiamento exclusivamente público, no qual não é permitida qualquer doação de recursos privados. Neste caso, o Estado é o único responsável por oferecer subsídios e financiar os partidos políticos para que os mesmos possam realizar as suas campanhas eleitorais. O único país do mundo a adotar esse modelo é o Uzbequistão, porém, Reis, Ferreira e Fialho (2011) já destacam que este país não possui um regime político que possa ser considerado democrático e que mesmo nesse modelo de financiamento ainda é possível que sejam realizadas doações de origem privada ao fundo partidário.

Dentre as principais ponderações feitas a essa fonte de recursos estão questões como quem deve ter o direito de receber os recursos públicos e de que forma ele deve ser distribuído entre os agentes considerados elegíveis (Ohman, 2015), sendo que esses critérios de alocação dos recursos e de elegibilidade podem variar de acordo com a legislação de cada país. Segundo Bourdoukan (2009), em relação aos requisitos de elegibilidade, muitas vezes é levado em consideração a força partidária para que o partido possa receber esses recursos públicos, podendo ser exigido um percentual mínimo de representatividade de seus filiados em cargos eletivos ou até mesmo um número mínimo de votos recebidos por cada legenda. Uma vez definido quem pode receber, uma série de combinações possíveis pode ser estabelecida para a alocação desses recursos estatais, podendo ser distribuído entre partidos ou candidatos, de forma igual ou proporcional a representatividade de cada partido no cenário político eleito na campanha anterior (Bourdoukan, 2009).

A partir dessas premissas, acredita-se que o financiamento público pode diminuir eventuais diferenças que o poder econômico traz para a competição eleitoral entre os agentes políticos, diminuindo a dependência dos candidatos de seus financiadores, promovendo também mais transparência ao processo de financiamento uma vez que haverá toda uma legislação que definirá os valores a serem distribuídos, com o apoio da controladoria ou órgão competente de cada governo, mitigando eventuais casos de corrupção (Zovatto, 2005). Porém, Santano (2014) destaca que o financiamento público em si não é o responsável por produzir a corrupção e muito menos ser capaz de impedi-la, uma vez que a mesma nunca será totalmente eliminada do sistema.

Existem outros aspectos que poderiam gerar críticas a respeito do uso elevado ou exclusivo de recursos públicos em campanhas eleitorais. Em países considerados subdesenvolvidos o financiamento de campanhas eleitorais por parte do Estado pode ser considerado extremamente desconfortável para a população, que espera que tais recursos sejam aplicados preferencialmente em áreas mais carentes (Rubio, 2005). Cervi (2010) e Speck (2011) também pontuam que da mesma forma em que o financiamento privado pode gerar uma dependência, incentivando os agentes políticos a agirem a favor de seus financiadores, o financiamento público também pode distanciar os partidos dos interesses da sociedade civil, uma vez que o governo poderá controlar esses recursos fazendo com que os partidos se vinculem cada vez mais com o Estado a fim de continuar a existir, deixando de ser uma entidade independente e afetando a confiança popular em suas ações.

Considerando todas essas questões, Santano (2014) defende que o modelo de financiamento misto, a combinação dos modelos público e privado, é a melhor alternativa para os países, desde que os mesmos consigam chegar a um ponto de equilíbrio ótimo entre as duas fontes de recursos para evitar os efeitos colaterais já mencionados. Seja como for, o fato é que a maioria dos países utiliza ambas as fontes para financiar as suas campanhas eleitorais, conforme dados do International Institute for Democracy and Electoral Assistance (IDEA Internacional), em 2013, dos cerca de 173 países pesquisados, 123 adotam algum tipo de modelo misto. Dentre esses países, estão nações como os Estados Unidos, Alemanha, Japão, África do Sul e Brasil. Em conjunto com essa gama de países, há uma grande variedade de modelos mistos, pois cada país pode estipular regras que tornaram o seu sistema de financiamento distinto dos demais, sendo que o mais comum é que legislação desses países estipulem um teto nominal aos recursos privados e públicos, ou um limite específico de acordo com a característica do doador (Nassmacher, 2003).

Assim, após ter sido apresentado de forma abrangente as opções contemporâneas para financiamento de campanhas eleitorais ao redor do globo, e buscando entender as características do modelo brasileiro, durante o período pesquisado, serão abordadas nos capítulos seguintes as minúcias do sistema de financiamento de campanhas eleitorais brasileiras, as mudanças trazidas pela ADI e como ficou o cenário a partir destas, bem como as motivações e alegações que incentivaram tais alterações.

2.3.2 A Legislação vigente no Brasil antes da ADI n. 4.650

Conforme mencionado anteriormente, o Brasil segue o chamado modelo misto de financiamento. Nas eleições de 2010 e de 2014, sendo essas as campanhas eleitorais consideradas neste estudo, as principais leis que regiam as fontes públicas e privadas de financiamento eram, respectivamente, a Lei n. 9.096 (1995) e a Lei n. 9.504 (1997).

Em seu artigo 81, a chamada Lei das Eleições (Lei n. 9.504, 1997), permitia a doação para campanhas eleitorais por parte de pessoas jurídicas, desde que o montante doado não excedesse em 2% o faturamento bruto obtido no exercício social anterior ao ano da eleição.

No entanto, a referida lei ainda em seu artigo 24 já restringia a lista de entidades que podiam efetuar tais doações, são elas:

> *Art. 24. É vedado, a partido e candidato, receber direta ou indiretamente doação em dinheiro ou estimável em dinheiro, inclusive por meio de publicidade de qualquer espécie, procedente de:*
>
> *I - entidade ou governo estrangeiro;*
>
> *II - órgão da administração pública direta e indireta ou fundação mantida com recursos provenientes do Poder Público;*
>
> *III - concessionário ou permissionário de serviço público;*
>
> *IV - entidade de direito privado que receba, na condição de beneficiária, contribuição compulsória em virtude de disposição legal;*
>
> *V - entidade de utilidade pública;*
>
> *VI - entidade de classe ou sindical;*
>
> *VII - pessoa jurídica sem fins lucrativos que receba recursos do exterior.*
>
> *VIII - entidades beneficentes e religiosas;*
>
> *IX - entidades esportivas que recebam recursos públicos;*
>
> *IX - entidades esportivas;*
>
> *X - organizações não-governamentais que recebam recursos públicos;*
>
> *XI - organizações da sociedade civil de interesse público.*
>
> *Parágrafo único. Não se incluem nas vedações de que trata este artigo as cooperativas cujos cooperados não sejam concessionários ou permissionários de serviços públicos, desde que não estejam sendo beneficiadas com recursos públicos, observado o disposto no art. 81. (Lei n. 9504,1997, p. 13)*

É importante mencionar que antes das eleições de 2012, o TSE inseriu uma nova norma na Resolução n. 23.376 (2012), na qual ele vedava doações por parte de pessoas jurídicas que retomem ou iniciem as suas atividades no ano-calendário em que ocorram as eleições, uma vez que não seria possível verificar os limites de doações conforme descrito na lei.

A legislação também prevê uma multa nos casos em que o doador repassasse recursos financeiros acima do montante permitido, penalizando de 5 a 10 vezes a quantia paga a maior. Nessa situação, se o doador fosse pessoa jurídica, ele também poderia deixar de participar de processos de licitações e de conseguir contratos com o poder público pelo prazo de até 5 anos. Com relação ao candidato que recebesse tais recursos, ele poderá ter que responder judicialmente por abuso do poder econômico e até mesmo ter seu mandato cassado, dependendo da gravidade dos fatos apurados a respeito destas doações ilegais (Lei 9.504, 1997).

Apesar da grande maioria dos recursos levantados até 2014 serem originados de doações de empresas, a própria Lei 9.504 (1997) já previa a doação de pessoas físicas, desde que observados alguns limites:

> *Art. 23. Pessoas físicas poderão fazer doações em dinheiro ou estimáveis em dinheiro para campanhas eleitorais, obedecido o disposto nesta Lei.*
>
> *§ 1º As doações e contribuições de que trata este artigo ficam limitadas:*
>
> *I - no caso de pessoa física, a dez por cento dos rendimentos brutos auferidos no ano anterior à eleição; (Lei n. 9504,1997, p. 13)*

Dentro deste mesmo artigo, a legislação permite doações de pessoas físicas superiores a esse limite para os casos em que se utilizem bens móveis ou imóveis de propriedade do doador, desde que o valor desta categoria de doação não ultrapasse R$ 50 mil (Lei 9.504, 1997).

Por fim, a Lei dos Partidos Políticos (Lei n. 9.096, 1995), alterada pela Lei n. 11.459 (2007), estabelece as regras do Fundo Partidário como provedor dos recursos públicos que poderiam ser utilizados em campanhas eleitorais:

> *Art. 38. O Fundo Especial de Assistência Financeira aos Partidos Políticos (Fundo Partidário) é constituído por:*
>
> *I - multas e penalidades pecuniárias aplicadas nos termos do Código Eleitoral e leis conexas;*
>
> *II - recursos financeiros que lhe forem destinados por lei, em caráter permanente ou eventual;*
>
> *III - doações de pessoa física ou jurídica, efetuadas por intermédio de depósitos bancários diretamente na conta do Fundo Partidário;*
>
> *IV - dotações orçamentárias da União em valor nunca inferior, cada ano, ao número de eleitores inscritos em 31 de dezembro do ano anterior ao da proposta orçamentária, multiplicados por trinta e cinco centavos de real, em valores de agosto de 1995. (Lei n. 9.096,1995, p. 11)*

A mesma lei estabelece os critérios de distribuição dos recursos. Do montante total do Fundo Partidário, 95% são distribuídos entre os partidos proporcionalmente aos votos recebidos por eles na última eleição para deputado federal e os demais 5% são igualmente distribuídos entre todos os partidos registrados no Tribunal Superior Eleitoral (Lei n. 9.096, 1995).

Porém, esse cenário legislativo começaria a passar por mudanças, pois, em 2015 o Supremo Tribunal Federal concluiu o julgamento da Ação de Inconstitucionalidade (ADI) n. 4.650, que decidiu pela proibição de doações eleitorais por parte de sociedades empresariais ao declarar a inconstitucionalidade do artigo 24 da Lei n. 9.504 (1997), que não vedava as

doações de pessoas jurídicas. O próximo capítulo apresenta o histórico deste julgamento bem como os argumentos utilizados a favor e contra a proibição.

2.3.3 Ação Direta de Inconstitucionalidade – ADI n. 4.650

Em 05 de setembro de 2011, a Ordem dos Advogados do Brasil (OAB) ajuizou a Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 4.650, propondo que o Supremo Tribunal Federal declarasse como inconstitucional os dispositivos legais que permitiam a doação de pessoas jurídicas e a ausência de limites legais para o uso de recursos próprios por candidatos (Sarmento & Osorio, 2014). Foi designado como relator o ministro Luiz Fux, que reconheceu a procedência do pedido e deu andamento ao processo que seria concluído em 17 de setembro de 2015.

A argumentação do pedido (ADI n. 4.650, 2015) pautou-se nos princípios constitucionais da cidadania e republicano, previstos no artigo 1º, e no princípio constitucional da igualdade, presente no artigo 5º (Constituição da República Federativa do Brasil, 1988).

A respeito do princípio da isonomia ou igualdade, a OAB pontuou que a legislação, ao permitir doações de pessoas jurídicas, possibilitava que as desigualdades existentes no campo econômico fossem transferidas para o campo político, permitindo que algumas pessoas tivessem maior influência nos pleitos eleitorais do que outras (ADI n. 4.650, 2015). Santano (2014) explica que esse raciocínio deriva do entendimento de que é dever do Estado garantir um ponto de partida igual para todos e que o mesmo tem que atuar para que essa igualdade de oportunidades seja mantida, gerando assim um processo eleitoral competitivo em que o seu resultado representaria uma decisão democrática legítima.

A OAB defendeu também que a participação de pessoas jurídicas no processo de fornecimento de recursos financeiros para campanhas eleitorais era uma violação aos princípios da cidadania e republicano. Esse argumento é pautado no entendimento de que a democracia é construída por cidadãos e para os cidadãos, sendo essas instituições incompatíveis para o exercício de direitos políticos e de participarem do processo democrático, além de não representarem a vontade da maioria e do interesse coletivo (ADI n. 4.650, 2015).

A partir destas discussões o plenário do Supremo Tribunal Federal se reuniu para deliberar sobre o tema, sendo que a maioria dos ministros decidiu por seguir o voto do relator e reconheceu principalmente a inconstitucionalidade das doações empresariais, que passaria a valer já para o pleito de 2016. O resultado da votação por ministro é apresentado na tabela 1.

Tabela 1 - Relação de Votos ADI 4.650

Ministro do STF	Como Votou	Data da Manifestação
Luiz Fux (Relator)	Favorável (+)	11/12/2013
Joaquim Barbosa (Presidente)	Favorável (+)	11/12/2013
Dias Tofffoli	Favorável (+)	12/12/2013
Luís Roberto Barroso	Favorável (+)	12/12/2013
Teori Zavascki	Contrário (-)	02/04/2014
Marco Aurélio Mello	Favorável (+)	02/04/2014
Ricardo Lewandowski	Favorável (+)	02/04/2014
Gilmar Mendes	Contrário (-)	16/09/2015
Celso de Mello	Contrário (-)	17/09/2015
Rosa Weber	Favorável (+)	17/09/2015
Cármen Lúcia	Favorável (+)	17/09/2015

Fonte: Elaborado pelo autor

Em linhas gerais, todos os ministros que votaram a favor da proibição, sustentaram em seus respectivos votos que as doações empresariais alimentavam uma distorção no processo eleitoral que favorecia o patrimonialismo em detrimento da democracia, concordando com a linha de argumentação proposta pela OAB, conforme destacou o ministro relator Fux em seu voto:

> *Ocorre que a excessiva penetração do poder econômico no processo político compromete esse estado ideal de coisas na medida em que privilegia alguns poucos candidatos – que possuem ligações com os grandes doadores – em detrimento dos demais. Trata-se de um arranjo que desequilibra, no momento da competição eleitoral, a igualdade política entre os candidatos, repercutindo, consequentemente, na formação dos quadros representativos. O quadro empírico também aqui é decisivo para demonstrar o que se acaba de sustentar. (ADI n. 4.650, 2015, p.33)*

Também disseram que essas doações eram responsáveis por gerar relações de clientelismo entre os doadores e os beneficiários destes recursos, conforme ponderou em seu voto o então ministro Joaquim Barbosa:

> *O financiamento de campanha pode apresentar para a empresa, assim, um meio de acesso no campo político suscetível de propiciar benefícios outorgados pela pessoa eleita. É o chamado "toma lá, dá cá", tão conhecido de todos aqueles que acompanham a vida política brasileira (ADI n. 4.650, 2015, p. 64).*

Porém, os que votaram contra a proibição defenderam que Constituição de 1988 não explicita qual o modelo de financiamento eleitoral deve ser adotado, conforme dito pelo ministro Celso de Melo, "a lei Maior não veda a influência, o que a lei fundamental veda é o exercício abusivo do poder econômico" (ADI n. 4.650, 2015, p. 297). Argumentaram ainda que seria imprudente assumir a ilegitimidade dos interesses empresariais, ou seja, que há uma pretensão ilegal, conforme expôs o ministro Teori Zawascki, que também foi o responsável por abrir a divergência no julgamento:

> *Diz-se, por outro lado, que pessoas jurídicas só contribuem por interesse. Não se contesta esse fato. Todavia, é exatamente isso o que ocorre também com as pessoas naturais: suas contribuições não podem ser consideradas desinteressadas. Nem num caso, nem no outro, entretanto, há de se afirmar que os interesses a que visam as contribuições para partidos ou campanhas políticas sejam, invariavelmente, interesses ilegítimos. (ADI n. 4.650, 2015, p.144).*

O ministro Gilmar Mendes também salientou que a proibição "asfixiaria os partidos que não se beneficiaram do esquema criminoso revelado pela Operação Lava Jato, tornando virtualmente impossível a alternância de poder" (ADI n. 4.650, 2015, p. 295).

As consequências das mudanças trazidas por esse julgamento foram sentidas nas eleições municipais de 2016. Conforme dados do TSE, a arrecadação desta campanha eleitoral caiu pela metade se comparada com o ano de 2012.

2.3.4 A Legislação vigente no Brasil após a ADI n. 4.650

A partir desta decisão do STF, o Congresso Nacional começou a agir ao aprovar a Lei n. 13.165 (2015), a Lei n. 13.487 (2017) e a Lei n. 13.488 (2017), alterando alguns pontos da Lei dos Partidos Políticos (Lei n. 9.096, 1995) e da Lei das Eleições (Lei n. 9.504, 1997).

Em consonância com a decisão da ADI n. 4.650, a Lei n. 13.165 (2015) foi a responsável por incluir na legislação a proibição das doações de pessoas jurídicas. Já principal

alteração de 2017, que influenciou o financiamento de campanhas, foi a criação do Fundo Especial de Financiamento de Campanhas (FEFC), previsto atualmente nos artigos 16-C e 16-D da Lei n. 9.504 (1997), criando uma nova fonte de recursos financeiros, conforme destacado a seguir:

> *Art. 16-C. O Fundo Especial de Financiamento de Campanha (FEFC) é constituído por dotações orçamentárias da União em ano eleitoral, em valor ao menos equivalente:*
>
> *I - ao definido pelo Tribunal Superior Eleitoral, a cada eleição, com base nos parâmetros definidos em lei;*
>
> *II - a 30% (trinta por cento) dos recursos da reserva específica de que trata o inciso II do § 3o do art. 12 da Lei no 13.473, de 8 de agosto de 2017.*
>
> *Art. 16-D. Os recursos do Fundo Especial de Financiamento de Campanha (FEFC), para o primeiro turno das eleições, serão distribuídos entre os partidos políticos, obedecidos os seguintes critérios:*
>
> *I - 2% (dois por cento), divididos igualitariamente entre todos os partidos com estatutos registrados no Tribunal Superior Eleitoral;*
>
> *II - 35% (trinta e cinco por cento), divididos entre os partidos que tenham pelo menos um representante na Câmara dos Deputados, na proporção do percentual de votos por eles obtidos na última eleição geral para a Câmara dos Deputados;*
>
> *III - 48% (quarenta e oito por cento), divididos entre os partidos, na proporção do número de representantes na Câmara dos Deputados, consideradas as legendas dos titulares;*
>
> *IV - 15% (quinze por cento), divididos entre os partidos, na proporção do número de representantes no Senado Federal, consideradas as legendas dos titulares. (Lei n. 9504,1997, p. 9)*

Para cumprimento desta lei, no ano de 2018, foi destinado para esse fundo um montante de R$ 1,7 bilhão de recursos públicos. Além do FEFC, o orçamento federal de 2018 reservou aproximadamente R$ 900 milhões para o fundo partidário (Lei n. 13.587, 2018).

Na esteira dessas mudanças é importante destacar que a Lei n. 13.488 (2017) também estipulou que o limite de gastos em campanhas eleitorais para cada cargo do executivo e legislativo será determinado em lei, não mais cabendo ao TSE essa atribuição, e a mesma definiu os limites para as eleições de 2018 levando em consideração o número de eleitores em cada ente federativo em 31/05/2018, conforme evidenciados no quadro 1. Complementando este ponto, o artigo 8º da mesma lei permite a transferência de recursos entre candidatos de um mesmo partido quando um deles arrecada valores superiores aos limites de gastos legais (Lei n. 13.488, 2017).

Quadro 1: Limites de gastos para as eleições de 2018

Cargo	Regra	Limite 1º Turno	Limite 2º Turno
Presidente	N/A	R$70.000.000,00	R$35.000.000,00
Governador	Para as unidades da federação que tenham até 1 milhão de eleitores	R$2.800.000,00	R$1.400.000,00
Governador	Para as unidades da federação que tenham entre 1 e 2 milhões de eleitores	R$4.900.000,00	R$2.450.000,00
Governador	Para as unidades da federação que tenham entre 2 e 4 milhões de eleitores	R$5.600.000,00	R$2.800.000,00
Governador	Para as unidades da federação que tenham entre 4 e 10 milhões de eleitores	R$9.100.000,00	R$4.550.000,00
Governador	Para as unidades da federação que tenham entre 10 e 20 milhões de eleitores	R$14.000.000,00	R$7.000.000,00
Governador	Para as unidades da federação que tenham mais de 20 milhões de eleitores	R$21.000.000,00	R$10.500.000,00
Senador	Para as unidades da federação que tenham até 2 milhão de eleitores	R$2.500.000,00	N/A
Senador	Para as unidades da federação que tenham entre 2 e 4 milhões de eleitores	R$3.000.000,00	N/A
Senador	Para as unidades da federação que tenham entre 4 e 10 milhões de eleitores	R$3.500.000,00	N/A
Senador	Para as unidades da federação que tenham entre 10 e 20 milhões de eleitores	R$4.200.000,00	N/A
Senador	Para as unidades da federação que tenham mais de 20 milhões de eleitores	R$5.600.000,00	N/A
Deputado Federal	N/A	R$2.500.000,00	N/A
Deputado Estadual	N/A	R$1.000.000,00	N/A

Fonte: Adaptado da Lei n. 13.488 (2017).

Conforme relatado neste capítulo, o sistema brasileiro de financiamento de campanhas eleitorais permaneceu como um modelo misto, ou seja, a legislação ainda permite que as campanhas sejam financiadas por recursos financeiros de origem privada, no entanto, o que se observou foi o aumento da participação de recursos públicos nesse processo com a criação do FEFC. Apesar de o governo possuir mais condições de auditar boa parte da origem de recursos que são arrecadados pelos candidatos por ser o seu principal fornecedor, fica a questão, será que este aumento no custo para o contribuinte de fato se justifica em vista do eventual benefício, defendido pela maioria do ministro no julgamento da ADI n. 4650 (2015), de eliminar as distorções no processo eleitoral ou de cortar as conexões políticas das empresas, que tinham seus interesses atendidos em detrimento dos do Estado?

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Dados e Amostra

A população desta pesquisa é composta por todas as empresas de capital aberto listadas na B3, que possuam dados financeiros disponíveis na base de dados Economática® no período de 2010 a 2017, sendo que os dados coletados são pertencentes às demonstrações contábeis consolidadas. Foram coletadas também as cotações diárias do fechamento das ações dessas empresas e do índice Ibovespa dentro do período mencionado. A escolha deste intervalo de tempo foi feita em virtude dos eventos pesquisados por este estudo, sendo que as datas são detalhadas em tópico específico.

Uma vez que a proposta desta pesquisa é a de observar o impacto no valor de ações que possuam negociação recorrente em um mercado de capitais, justifica-se a utilização desse grupo de empresas. Outro ponto relevante é que só são incluídas na amostra as empresas cujos dados se adequam aos parâmetros estipulados pela metodologia deste estudo.

A amostra utilizada para o estudo de evento é composta por 221 ativos de 190 empresas. Foram eliminadas desta parte da pesquisa as empresas que apresentaram um volume de negociação com baixa liquidez, conforme estabelecido na literatura. O critério para apurar se a empresa apresentava um nível de liquidez adequada foi desenvolvido por Schiehll (1996). Os detalhes deste processo são apresentados na próxima seção.

Para o estudo com dados em painel, foram excluídas todas as empresas que não possuíam os dados necessários para o atendimento dos objetivos específicos desta pesquisa. Com isso, esta amostra é composta por 312 empresas, sendo que 29% delas realizaram doações para as campanhas eleitorais conforme os parâmetros deste estudo. Para a análise dos dados em painel foi escolhido o modelo de mínimos quadrados ordinários (MQO).

Os dados das doações são pertencentes aos ciclos eleitorais de 2010 e 2014, para os cargos de Deputado Federal, Senador e Presidente, em conjunto com os seus suplentes, sendo que esses dados são disponibilizados pelo Tribunal Superior Eleitoral, no Repositório de Dados. Essa pesquisa optou pela utilização exclusiva de dados de campanhas eleitorais no âmbito federal devido ao pressuposto de que esta esfera do governo é capaz de exercer maior influência e capacidade de trazer os potenciais benefícios descritos na literatura, além do fato

de as empresas estudadas serem na sua maioria de grande porte, fornecendo produtos e serviços para todo o país. É importante destacar que esta esfera da federação possui maior influência no BNDES e para o estudo de agressividade fiscal foram utilizadas medidas que consideram apenas os tributos federais.

As informações referentes aos empréstimos do BNDES foram obtidas no próprio sítio da instituição, sendo considerados apenas os financiamentos diretos e indiretos não automáticos efetuados com as empresas que compõem a população desta pesquisa no período estudado, conforme já descrito. Essas transações representam, respectivamente, o montante financeiro concedido diretamente pelo BNDES ou quando a concessão se deu por meio de outras instituições financeiras que, previamente fazem uma consulta com o BNDES, enviando dados da empresa solicitante.

Para melhor definir a janela de evento a ser utilizada neste estudo, foram feitas pesquisas de notícias divulgadas a respeito da proibição das doações empresariais no ambiente eletrônico de três grandes veículos de comunicação, são eles: Folha de São Paulo, Estadão e Valor Econômico. As informações foram retiradas nos respectivos sítios de cada um deles.

3.2 Metodologia do Estudo de Evento

O estudo de evento é um método utilizado para investigar e comprovar os efeitos de informações específicas sobre o preço das ações de empresas (Brown & Warner, 1980; Mackinlay, 1997). O primeiro estudo de evento, de acordo com Mackinlay (1997), foi realizado por James Dolley em 1933, tendo essa técnica se notabilizado nos estudos de Ball e Brown (1968) e nos de Fama, Fisher, Jensen e Roll (1969) que a utilizaram de uma forma mais sofisticada, tal como nos dias atuais.

Camargos e Barbosa (2003) explicam que o objetivo é verificar se existem retornos anormais em torno da data de divulgação de uma notícia ou informação relevante, ou seja, um estudo de evento examina o comportamento dos preços das ações ao longo de uma janela específica. Nessa linha, Campbell, Lo e Mackinlay (1997) afirmam que partindo da premissa de que o mercado age de forma racional, o efeito de um evento é incorporado imediatamente ao preço dos ativos que são afetados por aquele evento. Portanto, os estudos de evento

proporcionam a realização de um teste da eficiência de mercado (Fama, 1991), que para esta pesquisa, irá se basear na forma semiforte.

Portanto, esta metodologia é adequada para atingir o objetivo principal desta pesquisa, que é o de verificar o impacto da proibição das doações empresarias sobre as ações das empresas brasileiras, se mostrando apropriada para identificar as possíveis variações dos preços das ações em relação ao que seria considerado normal durante os períodos pré e pós divulgação das informações referentes as proibições.

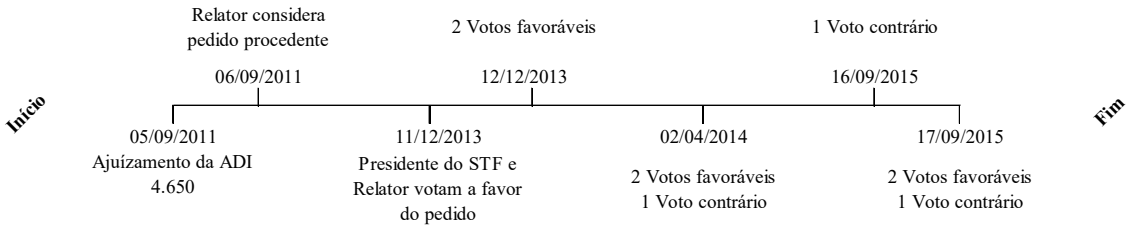
Muitos autores como Campbell et al. (1997), Kloechner (1995), Mackinlay (1997) e Soares, Rostagno e Soares (2002) detalham as etapas dos procedimentos necessários para a realização de um estudo de evento. A figura 1 apresenta resumidamente as etapas que foram seguidas por esta pesquisa para identificar os retornos anormais acumulados das ações:

Figura 1: Etapas do Estudo de Evento

Fonte: Adaptado de MacKinlay (1997).

A primeira etapa de um estudo de evento consiste em definir qual vai ser o evento a ser estudado. A proibição das doações de pessoas jurídicas em campanhas eleitorais foi decidida na Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 4.650 (2015), sendo que este processo judicial começou em 2011 e terminou em 2015, tendo ocorrido cinco encontros do plenário do supremo, conforme evidenciados pela figura 2:

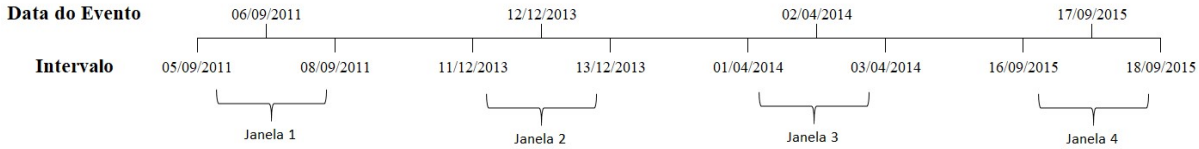
Figura 2 – Linha do tempo do julgamento da ADI n. 4.650



Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir deste cenário, foram definidas 4 janelas de evento. A primeira representa o início do processo com a aceitação do pedido feito pela OAB e definição do relator. A segunda janela marca o início do julgamento com a manifestação de quatro ministros favoráveis a proibição. Já a terceira, que foi o retorno do julgamento após um intervalo ocasionado por um pedido de vista, com o voto de três ministros, dessa vez com a abertura de divergência de um deles antes do julgamento voltar a ficar em recesso por conta de outro pedido de vista. Por fim, a quarta janela representa o fim do julgamento e o fim das doações empresariais. Para identificar as possíveis movimentações no preço das ações antes e depois do evento, seja em decorrência de informações privilegiadas ou por efeitos progressivos ocasionados pelo evento ao longo dos dias, foram considerados na janela de evento um intervalo de 1 pregão anterior e posterior a data do evento, conforme figura 3:

Figura 3 – Janelas de evento

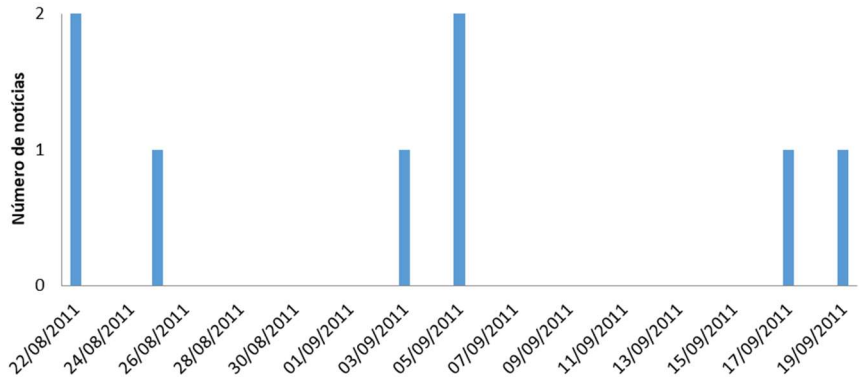


Fonte: Elaborado pelo autor.

Para diminuir o risco de a proibição de doações empresariais terem sido precificadas pelo mercado em um período diferente dos utilizados nesta pesquisa, foi realizado adicionalmente um levantamento da cobertura da impressa sobre esse tema. Para isso, foram escolhidos três grandes veículos de comunicação: Folha de São Paulo, Estadão e Valor Econômico. No site de cada um deles, foram pesquisados os seguintes termos: financiamento de campanhas eleitorais, doação de empresas e ADI 4.650. Como parâmetros para a busca foram definidos um intervalo de 15 dias antes e após as quatro datas de evento consideradas nesta pesquisa.

O gráfico 1 compreende o número de matérias publicadas por esses jornais entre os dias 22/08/2011 e 21/09/2011. A única matéria relevante, fora da Janela 1, refere-se a Ordem dos Advogados que em 22/08/2011 manifestou a intenção de entrar com um pedido de inconstitucionalidade, fato esse que se concretizou em 05/09/2011.

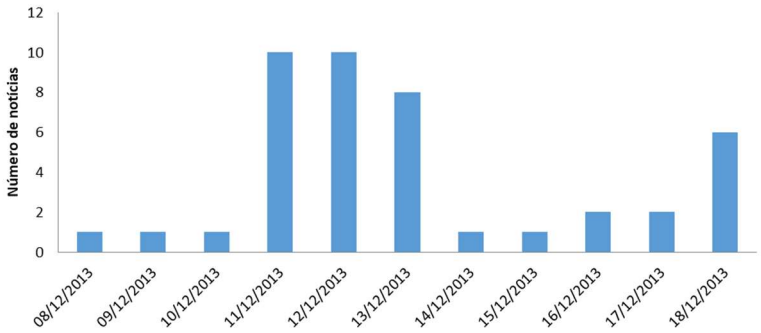
Gráfico 1 – Cobertura da Impressa 15 dias antes e após a Janela 1



Fonte: Folha de São Paulo, Estadão e Valor Econômico.

Já o gráfico 2 refere-se as notícias divulgadas entre 27/11/2013 e 27/12/2013. Grande parte das notícias de fato se concentram na Janela 2, mas cabe destacar que o volume de publicações que ocorreram após essa janela decorre de entrevistas dadas por alguns ministros do STF e outros membros do poder legislativo a respeito da repercussão de alguns votos favoráveis a proibição das doações de empresas.

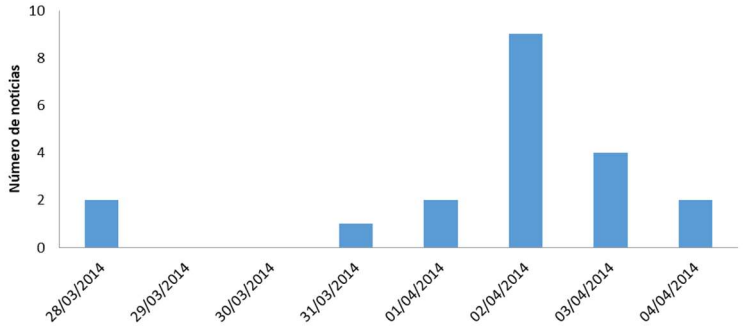
Gráfico 2 – Cobertura da Impressa 15 dias antes e após a Janela 2



Fonte: Folha de São Paulo, Estadão e Valor Econômico.

No gráfico 3, que compreende o período de 18/03/2014 a 17/04/2014, fica evidente que as notícias publicadas nesse período estão dentro da Janela 3.

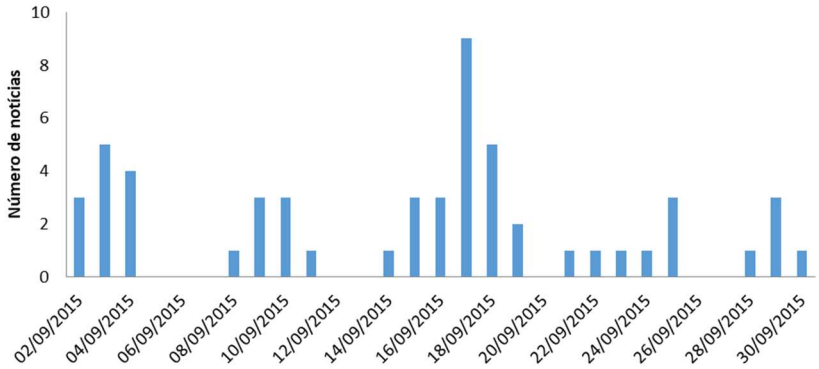
Gráfico 3 – Cobertura da Impressa 15 dias antes e após a Janela 3



Fonte: Folha de São Paulo, Estadão e Valor Econômico.

A quantidade de notícias publicadas 15 dias antes e após a data de evento da Janela 4 estão reunidas no gráfico 4. Esse é o período do fim do julgamento, e em conjunto estava sendo votada no Congresso a Lei n. 13.165 (2015) que também acabaria por contemplar a proibição de doações de empresas.

Gráfico 4 – Cobertura da Impressa 15 dias antes e após a Janela 4



Fonte: Folha de São Paulo, Estadão e Valor Econômico.

Apesar deste levantamento não ser uma garantia de que a escolha da janela de fato representa o momento em que a informação foi precificada, é possível dizer que elas representam com segurança o momento em que a informação foi amplamente difundida pelos meios de comunicação tradicionais. Adicionalmente, foi realizada uma pesquisa de notícias macroeconômicas dentro de cada janela. Não ocorreu nesses períodos qualquer evento que pudesse influenciar de alguma forma na pesquisa.

A próxima etapa do estudo de evento corresponde à seleção da amostra. Partiu-se de 562 ativos de 366 empresas presentes na base de dados do Economatica. Dessas, 176 empresas foram eliminadas por não satisfazerem o critério de liquidez. Para a utilização deste

critério foi tomado como base o trabalho desenvolvido por Schiehll (1996), que só utilizou empresas que apresentavam um indicador de liquidez superior a 0,015. Este autor defende que as empresas que não possuem um volume significativo de negociação, tendem a refletir com mais demora o efeito de uma nova informação no preço do seu ativo. O indicador é calculado da seguinte forma:

$$LQ_{it} = \sqrt{\frac{v_{it}}{V_t} \times \frac{n_{it}}{N_t}} \times \frac{S_{it}}{S_t} \times 100. \qquad (1)$$

Onde LQ_{it} é o indicador de liquidez da ação i para o período t; S_{it} é o número de pregões no período t em que se constatou pelo menos 1 negócio com a ação i no mercado a vista (lote padrão); S_t é o número total de pregões ocorridos no período t; n_{it} é o número de negócios com a ação i verificados no mercado a vista (lote padrão) no período t; N_t é o número de negócios registrados no mercado à vista (lote padrão) da Bovespa no período t; v_{it} é o volume financeiro gerado pelos negócios com a ação i no mercado a vista (lote padrão) no período t; e V_t é o volume financeiro total registrado no mercado a vista (lote padrão) da Bovespa para o período t.

Tendo a amostra pronta e a janela de evento, o próximo passo é o de calcular os retornos normais e anormais. Para calcular o retorno foi utilizada a fórmula logarítmica de capitalização contínua, de acordo com a equação (2), pois ela possibilita uma maior aproximação da distribuição dos retornos à normal.

$$R_{it} = \ln \frac{P_{it}}{P_{it-1}}. \qquad (2)$$

Em que, R_{it} é o retorno da ação da empresa i na data t, P_{it} é o preço da ação da empresa i na data t e P_{it-1} é o preço da ação da empresa doadora i na data $t-1$.

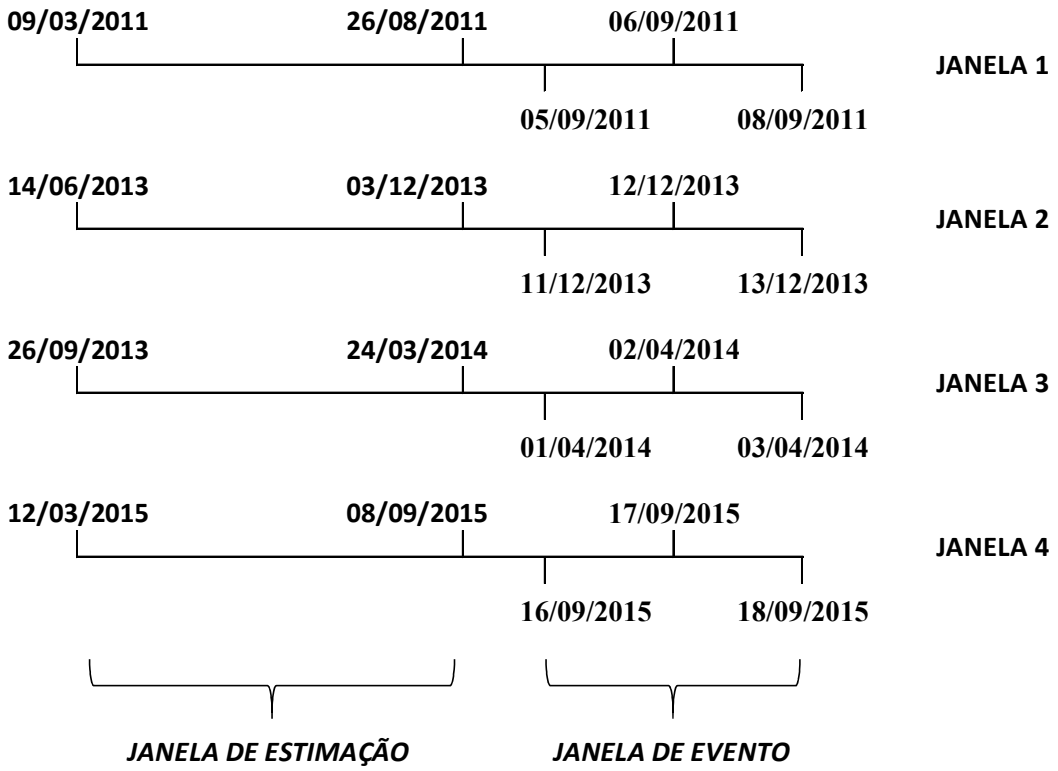
Conforme feito por Mackinlay (1997), para obter o valor dos retornos que seriam considerados normais utilizou-se como modelo de estimação dos retornos o chamado modelo de mercado, que vai ser o responsável por relacionar o retorno das ações da empresa i com os retornos de um portfólio de mercado, que para fins desta pesquisa foi escolhido o retorno do índice Bovespa. O modelo de mercado é calculado de acordo com a equação (3):

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}. \qquad (3)$$

No qual $E(R_{it})$ é o retorno normal esperado, α e β são os parâmetros do modelo de mercado. Já R_{mt} é o retorno do índice Bovespa no tempo t e ε representa o erro.

Para estimar os parâmetros α e β foi estipulado uma janela de estimação para cada janela de evento. Essa janela corresponde a 120 pregões anteriores contados partir de 5 pregões antes da janela de cada evento. O intuito de ter esse intervalo entre as janelas é para que o evento não influenciasse de alguma forma na estimação (Soares et al., 2002). A figura 4 demonstra quais foram os períodos considerados em cada janela:

Figura 4 – Janelas de Evento e Janelas de Estimação



Fonte: Elaborada pelo autor.

Para obter o retorno anormal dentro da janela de evento, deve-se apurar a diferença entre o retorno real, obtido por meio do cálculo de capitalização contínua e o retorno normal esperado, que foi estimado pelo modelo de mercado se não ocorresse a influência do evento estudado, conforme evidenciado pela equação (4):

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}). \quad (4)$$

Onde AR_{it} representa o retorno anormal do ativo i na data t.

Por último, após o cálculo dos retornos anormais, MacKinlay (1997) descreve a equação do retorno anormal acumulado (CAR_{it}) de cada empresa i na data t, que será calculado por janela:

$$CAR_{it} = \sum AR_{it}. \tag{5}$$

3.3 Definição de Variáveis

Para auxiliar na resolução da questão de pesquisa, quanto a verificar se o valor de mercado das empresas foi afetado pala proibição das doações de pessoa jurídica, será utilizado o CAR calculado conforme seção anterior como variável dependente por janela, sendo cada uma delas nomeadas como $CARJ1$, $CARJ2$, $CARJ3$ e $CARJ4$.

Pensando nos objetivos específicos, foram utilizadas algumas medidas de agressividade fiscal como variáveis dependentes, adaptadas do estudo de Kim e Zhang (2015), para observar o impacto da decisão do STF a respeito das doações na agressividade dos planejamentos fiscais das empresas. A primeira, *book tax difference* (BTD), representa as diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável sobre o ativo total da empresa e a segunda, *effective tax rate* (ETR), reflete a taxa efetiva de tributos sobre o lucro. Quanto maior for o BTD e menor for o ETR, mais fiscalmente agressiva a empresa pode vir a ser. Essas variáveis foram obtidas, respectivamente, por meio das equações (6) e (7).

$$BTD = \frac{Lucro\ antes\ Depesa\ IR/CS - (Despesa\ IR/CS \div 34\%)}{Ativo\ Total}, \tag{6}$$

$$ETR = \frac{Despesa\ IR/CS}{LAIR}. \tag{7}$$

É importante destacar que essas variáveis representam *proxies* para a agressividade fiscal e que quando alguma empresa apresentar algum nível elevado de BTD ou inferior de ETR, não necessariamente ela é mais agressiva no seu planejamento tributário, porém, apesar de imperfeitas elas são amplamente utilizadas na literatura contábil (Martinez & Silva, 2017; Martinez & Dalfior, 2015).

Outra variável importante para atendimento dos objetivos específicos é a LN_BNDES, que representa o logaritmo da soma do montante financeiro anual em reais obtido pelas empresas de 2010 a 2017 via BNDES, da mesma forma que Sztutman e Aldrighi (2013)

utilizaram essa variável para verificar se os empréstimos concedidos pelo BNDES sofriam algum efeito da conexão política. A ideia de considerar o montante desta forma se deve a premissa de que a característica do adquirente, como o tamanho, por exemplo, não influencia na obtenção do benefício como o empréstimo no caso, ou seja, se duas empresas com características totalmente diferentes doaram o mesmo montante financeiro, ambas em teoria, possuiriam o mesmo nível de benefício.

Foram desenvolvidas algumas variáveis independentes para as doações. A variável D é uma *dummy* que assume valor 1 quando a empresa realizou alguma doação nas campanhas eleitorais consideradas neste estudado. A variável $LN_Doação$ representa o logaritmo da soma de todo o montante doado diretamente pela empresa as campanhas nestes dois ciclos eleitorais, conforme os dados disponibilizados pelo o TSE, sendo que ela foi utilizada para que se possa ter uma noção do efeito da relevância dos montantes doados pelas empresas.

Para distinguir e medir o efeito entre o logaritmo do montante doado a candidatos que conseguiram se eleger daquelas doações a candidaturas que não obtiveram êxito em seus respectivos pleitos, criaram-se as variáveis LN_Eleito e $LN_NãoEleito$. Respectivamente, a primeira variável representa o logaritmo do montante destinado a candidatos que, segundo dados do Tribunal Superior Eleitoral, venceram os seus respectivos pleitos eleitorais e a segunda o logaritmo do montante doado as candidaturas que não conseguiram se eleger na disputa eleitoral. Para poder observar uma possível estratégia das empresas quanto as suas políticas de doações, foi desenvolvido mais duas variáveis, LN_Base e $LN_Oposição$, que separam o logaritmo da soma do montante doado nas duas eleições para candidaturas ligadas aos partidos que compuseram a base do governo no âmbito federal e aos demais partidos categorizados como oposição. Conforme destacado por Mancuso e Speck (2015), a base governista federal em 2010 era composta pelos seguintes partidos: PC do B, PDT, PMDB, PP, PR, PRB, PSB, PT e PTB. Em 2014 a base era formada por: PMDB, PSD, PP, PR, PROS, PDT, PC do B, PRB e PT. Assim, com essa divisão, é possível identificar quais foram as doações feitas pelas empresas a candidaturas ligadas aos partidos da base governista que estava no poder naquele período, daquelas que se destinaram aos seus opositores. A respeito das janelas de evento 1 a 3, que ocorreram antes das eleições de 2014, foi considerado nas variáveis de doações destas janelas apenas os montantes financeiros referentes ao pleito de 2010. E para a janela 4 a soma dos montantes doados nos dois ciclos eleitorais considerados nesta pesquisa.Para medir especificamente o impacto da decisão do STF, a variável ADI

representa uma *dummy* de tempo assumindo o valor 1 se o período em que a informação da empresa se refere for depois de 17/09/2015 e 0 caso contrário.

Por fim, foram escolhidas algumas variáveis de controles, com base no que a literatura tem apontado no que diz respeito às conexões políticas e seus efeitos. A variável Tam é utilizada para controlar a firma pelo seu tamanho, tal como fazem Boubakri et al. (2008), sendo ela obtida pelo logaritmo natural do ativo. As empresas que apresentam índices elevados de ROA e MB tendem a apresentar uma menor dificuldade de pagamento de dívidas (Shailer & Wang, 2015), da mesma forma que quanto menor for a variável $Endiv$, que representa o nível de endividamento da empresa, menor será o risco dela, podendo obter juros menores (Bliss & Gul, 2012). Adicionalmente, foram desenvolvidas *dummies* de indústrias, que assumem valor 1 para a empresa que pertence a determinado setor e 0 para aquelas que não pertencem a esse setor. O intuito é controlar por setor para que esse efeito não interfira na estimação. Foi adotado o critério de classificação setorial do Economatica. Também foram utilizadas *dummies* de tempo $dAno$ para o teste de tendências paralelas, conforme é discutido mais adiante. Como variável de controle adicional para os modelos de diferenças de diferenças foi criado a variável de tendência t, que possui valor 1 para 2010, 2 para 2011 até atingir o valor 8 para os dados de 2017. Esta última tem como função controlar possíveis divergências pré-tratamento na evolução da variável dependente. O quadro 2 apresenta a relação das variáveis utilizadas nesta pesquisa, com a indicação do tipo e descrição:

Quadro 2: Descrição de variáveis utilizadas na pesquisa

Variável	Descrição	Tipo
CAR - Retorno anormal acumulado	Soma dos retornos anormais da empresa i na janela j	Dependente
LN_BNDES	Logaritmo da soma do montante financeiro anual em reais obtido pelas empresas i	Dependente
BTD - *book tax difference*	Diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável sobre o ativo total da empresa i	Dependente
ETR - *effective tax rate*	Despesa de IR e CS sobre o LAIR da empresa i	Dependente
D	É uma *dummy* que assume valor 1 quando a empresa i realizou alguma doação nos ciclos eleitorais estudados	Independente

Quadro 2 (continuação): Descrição de variáveis utilizadas na pesquisa

Variável	Descrição	Tipo
$LN_Doação$	Logaritmo da soma de todo o montante financeiro doado diretamente pela empresa i para as campanhas eleitorais de 2010 e 2014	Independente
LN_Eleito	Logaritmo da soma do montante financeiro doado pela empresa i para candidaturas que venceram suas respectivas campanhas eleitorais	Independente
$LN_NãoEleito$	Logaritmo da soma do montante doado pela empresa i para campanhas que perderam a disputa eleitoral	Independente
LN_Base	Logaritmo da soma do montante doado apenas as candidaturas ligadas aos partidos da base governista no respectivo ciclo eleitoral	Independente
$LN_Oposição$	Logaritmo da soma do montante doado apenas as candidaturas aos partidos que não estavam na base governista no respectivo ciclo eleitoral	Independente
ADI	É uma *dummy* de tempo que assume valor 1 se o período da informação for depois de 17/09/2015 e 0 caso contrário	Independente
ADI_X	Interação de variável ADI com a variável independente X. Essas variáveis são: D, LN_Eleito e LN_Base	Independente
ROA	Lucro líquido dividido pelo ativo total	Controle
Tam - Tamanho	Logaritmo do ativo total	Controle
$Endiv$ - Endividamento	Dívida Total (passivo) dividida pelo Ativo Total	Controle
$MB - Market\ to\ book$	Valor de mercado da empresa i no ano t dividido pelo seu Patrimônio Líquido	Controle
t	É uma variável de tendência com valor 1 em 2010, 2 em 2011,..., e 8 para 2017	Controle
X_t	Interação da variável t com a variável independente X. Essas variáveis são: D, LN_Eleito e LN_Base	Controle
SET	É uma *dummy* de indústria que assume valor 1 para a empresa que pertence a determinado setor e 0 para aquelas que não pertencem a esse setor	Controle
$dAno$	É uma *dummy* de tempo	Indepentente/ Controle
X_dAno	Interação da variável $dAno$ com a variável independente X. Essas variáveis são: D, LN_Eleito e LN_Base	Indepentente

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.4 Modelos Econométricos

3.4.1 Estudo de Evento

A hipótese H1, que trata do efeito da proibição das doações de pessoas jurídicas sobre o valor de mercado das empresas de capital aberto no Brasil, foi testada pelos modelos de regressão (8) a (10) separadamente para cada janela de evento j, sendo $j = 1, \ldots, 4$, utilizando o CAR como variável dependente:

$$CAR_{ji} = \beta_{0j} + \beta_1 LN_Doação_{ji} + \boldsymbol{\gamma}^T \mathbf{VC}_{ji(t-1)} + u_{ji}, \quad (8)$$

$$CAR_{ji} = \beta_{0j} + \beta_1 LN_Eleito_{ji} + \beta_2 LN_NãoEleito_{ji} + \boldsymbol{\gamma}^T \mathbf{VC}_{ji(t-1)} + u_{ji}, \quad (9)$$

$$CAR_{ji} = \beta_{0j} + \beta_1 LN_Base_{ji} + \beta_2 LN_Oposição_{ji} + \boldsymbol{\gamma}^T \mathbf{VC}_{ji(t-1)} + u_{ji}. \quad (10)$$

Onde:

CAR – Representa o retorno anormal acumulado da empresa i na janela de evento j;

$LN_Doação$ – Representa o logaritmo da soma do montante total doado pela empresa i e para as janelas j =1,...,3 são consideradas as doações pertencentes ao ciclo de 2010 e para a janela j =4, a soma do que foi doado em 2010 e 2014;

LN_Eleito – Representa o logaritmo da soma do montante financeiro doado pela empresa i para candidaturas que obtiveram êxitos em suas respectivas campanhas eleitorais e para as janelas j =1,...,3 são consideradas as doações no ciclo de 2010 e para a janela j =4, a soma de doações feitas em 2010 e 2014;

$LN_NãoEleito$ – Representa o logaritmo da soma do montante doado pela empresa i para campanhas que perderam a disputa eleitoral, para as janelas j =1,...,3 são consideradas as doações no ciclo de 2010 e para a janela j =4, a soma de 2010 e 2014;

LN_Base – Representa o logaritmo da soma do montante doado apenas as candidaturas ligadas aos partidos da base governista no respectivo ciclo eleitoral, para as janelas j =1,...,3 são consideradas as doações no ciclo de 2010 e para a janela j =4, a soma de 2010 e 2014;

$LN_Oposição$ – Representa o logaritmo do montante doado apenas as candidaturas aos partidos que não estavam na base governista no respectivo ciclo eleitoral, para as janelas j=1,...,3 são consideradas as doações no ciclo de 2010 e para a janela j =4, a soma de 2010 e 2014;

VC – Representa um vetor de variáveis de controle pertencentes ao final do exercício anterior em que ocorre a janela j, são elas: o ROA, Tam e $Endiv$.

Com base na literatura, o conceito para o desenvolvimento do modelo (8) é o de realizar um teste inicial ao estimar o efeito do andamento do julgamento da ADI n. 4.650 sobre o valor de mercado das empresas doadoras e não doadoras. Conforme as hipóteses H1a e H1b, a expectativa é a de que em todas as janelas de evento o efeito no CAR das empresas doadoras seja significativamente negativo ou positivo, respectivamente, uma vez que durante o anúncio dos votos de cada ministro não houve sinais expressivos de que as doações de pessoas jurídicas permaneceriam legais.

O modelo (9) foi criado a partir dos estudos de Lazzarini et al. (2011) e Sztutman e Aldrighi (2013). Esses autores propuseram segregar o montante financeiro de doações entre os que se destinaram a candidatos que venceram suas campanhas e aqueles que saíram derrotados. Conforme a literatura, a expectativa é de que as empresas que realizaram doações a candidatos que se elegeram sejam afetados negativamente pela expectativa da proibição e perda deste canal de conexão política.

Por fim, os achados de Claessen et al. (2008) apontaram que as doações feitas aos partidos que estão na base do governo corrente geram um grande efeito para a empresa doadora. Assim, para esta pesquisa, foi elaborado o modelo (10) e tal como o anterior o a possibilidade da perda desse canal de conexão com os membros do governo pode ter afetado negativamente a empresa doadora.

3.4.2 Dados em Painel

A próxima etapa desta pesquisa consiste em testar as hipóteses H2 e H3, que tratam respectivamente, do efeito das doações sobre os empréstimos concedidos pelo BNDES e a agressividade fiscal das empresas. Os modelos de regressão (11) a (13) são similares aos descritos na etapa anterior, porém, nesta seção eles são modelos de regressão com dados em

painel, para que se possa mensurar o efeito ao longo do tempo das variáveis independentes sobre as 3 variáveis dependentes, sendo elas: LN_BNDES, BTD e ETR. Os dados se referem ao período entre 2010 e 2017, abrangendo dois ciclos eleitorais. Os modelos estão estimados para cada variável dependente desta forma:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 LN_Doação_i + \boldsymbol{\gamma}^T \mathbf{VC}_{it} + u_{it}, \quad (11)$$

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 LN_Eleito_i + \beta_2 LN_NãoEleito_i + \boldsymbol{\gamma}^T \mathbf{VC}_{it} + u_{it}, \quad (12)$$

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 LN_Base_i + \beta_2 LN_Oposição_i + \boldsymbol{\gamma}^T \mathbf{VC}_{it} + u_{it}. \quad (13)$$

Onde:

Y – É a variável dependente (LN_BNDES, BTD ou ETR) da empresa i no ano t;

$LN_Doação$ – Representa o logaritmo da soma do montante total doado pela empresa i nos ciclos eleitorais de 2010 e 2014, sendo esse valor fixo no tempo;

LN_Eleito – Representa o logaritmo da soma do montante financeiro doado para candidaturas que se elegeram nas campanhas de 2010 e 2014, sendo esse valor fixo no tempo;

$LN_NãoEleito$ – Representa o logaritmo da soma do montante doado para campanhas que perderam a disputa eleitoral de 2010 e 2014, sendo esse valor fixo no tempo;

LN_Base – Representa o logaritmo da soma do montante doado apenas as candidaturas ligadas aos partidos da base governista nos ciclos eleitorais de 2010 e 2014, sendo esse valor fixo no tempo;

$LN_Oposição$ – Representa o logaritmo do montante doado apenas as candidaturas aos partidos que não estavam na base governista nos ciclos eleitorais de 2010 e 2014, sendo esse valor fixo no tempo;

VC – Representa um vetor de variáveis de controle da empresa i no ano t, são elas: o ROA, Tam e $Endiv$.

Um ponto relevante presente na literatura a respeito das variáveis $LN_NãoEleito$ e $LN_Oposição$ é que há uma expectativa de existência do chamado efeito punição, na qual os candidatos vencedores ou da base do governo poderiam punir ou deixar de privilegiar as empresas que apoiaram seus adversários (Claessen et al., 2008; Lazzarinni et al., 2011; Sztutman & Aldrighi, 2013). Vale destacar que nas duas campanhas eleitorais a base do

governo se manteve forte no âmbito federal, principalmente em 2010 (Mancuso & Speck, 2015).

A técnica de estimação com dados em painel utilizada é a de mínimos quadrados ordinários (MQO). Como as variáveis de interesse que representam as doações feitas pelas empresas são fixas no tempo e a variação no tempo das doações é muito pequena, não foram incluídos nesta pesquisa modelos de efeitos fixos.

3.4.2 Diferenças em Diferenças

Partindo da premissa apontada na literatura de que as doações de empresas podem gerar benefícios tais como um maior acesso ao crédito do BNDES ou ela poder ser fiscalmente mais agressiva, e que o STF decidiu por proibir as doações de pessoas jurídicas, é importante verificar qual foi o efeito da ADI n. 4.650 sobre as variáveis de interesse das hipóteses H2 e H3.

A partir da aplicação de modelos de diferenças em diferenças (DiD) é possível medir o impacto do choque exógeno (proibição de doações empresariais) sobre as empresas, utilizando as empresas que realizaram doações antes da proibição como grupo de tratamento e as demais como grupo de controle, sob a premissa de que a evolução da variável dependente seria similar em ambos os grupos na ausência da mudança regulatória (premissa de tendências paralelas). Espera-se que a partir da proibição as empresas doadoras percam os possíveis benefícios que as doações geravam para elas.

Inicialmente é necessário rodar um diagnóstico de tendências paralelas para verificar se os grupos possuem tendências diferentes no tempo, pois, nos casos em que isso for positivo o estimador poderá ser enviesado requerendo controles adicionais (Angrist & Pischke, 2009; Wooldridge, 2013). Uma vez que a premissa desse trabalho é a de que as doações empresariais podiam criar uma vantagem competitiva via acesso ao crédito do BNDES ou de naturezas tributárias, a expectativa é a de que as tendências não sejam paralelas. E assim, os modelos (14) a (16) testam a existência de tendências paralelas para cada variável dependente:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_i + \beta_2 dAno_t + \beta_3 (D_i \times dAno_t) + u_{it}, \quad (14)$$

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 LN_Eleito_i + \beta_2 dAno_t + \beta_3 (LN_Eleito_i \times dAno_t) + u_{it}, \quad (15)$$

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 LN_Base_i + \beta_2 dAno_t + \beta_3 (LN_Base_i \times dAno_t) + u_{it}. \quad (16)$$

Onde:

$dAno$ – É uma dummy de tempo;

Após esse passo, os modelos (17) a (19) vão testar cada variável dependente estabelecida nas hipóteses H2 e H3, sendo que o modelo (17) utiliza uma variável binária (D) e os demais usam variáveis contínuas (LN_Eleito e LN_Base):

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_i + \beta_2 ADI_t + \beta_3 (D_i \times ADI_t) + \boldsymbol{\gamma}^T \mathbf{VC}_{it} + u_{it}, \quad (17)$$

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 LN_Eleito_i + \beta_2 ADI_t + \beta_3 (LN_Eleito_i \times ADI_t) + \boldsymbol{\gamma}^T \mathbf{VC}_{it} + u_{it}, \quad (18)$$

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 LN_Base_i + \beta_2 ADI_t + \beta_3 (LN_Base_i \times ADI_t) + \boldsymbol{\gamma}^T \mathbf{VC}_{it} + u_{it}. \quad (19)$$

Onde:

D – É uma dummy que assume valor 1 quando a empresa i realizou doações em pelo menos uma das campanhas eleitorais estudadas;

ADI – Representa uma dummy de tempo assumindo o valor 1 se t for maior que 17/09/2015 e 0 caso contrário.

VC – Representa um vetor de variáveis de controle da empresa i no ano t, são elas: o ROA, Tam, $Endiv$, t e a interação entre t e a variável dependente de cada modelo (D, LN_Eleito e LN_Base).

Para os três modelos as variáveis de interesses são as interações entre as variáveis ADI e as de doações. A escolha dessas variáveis contínuas se justifica pelo fato de elas possivelmente identificarem o grupo de empresas que possuía uma maior influência e grau de conexão política por ter apoiado candidatos da base do governo e por ter influenciado no sucesso da campanha dos candidatos que chegaram ou permaneceram no governo.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas Descritivas e teste de Tendências Paralelas

Esta seção descreve como se comportam os dados utilizados nesta pesquisa, bem como as características de cada variável. A tabela 2 apresenta os 10 maiores doadores da base de dados utilizada nesta pesquisa, somando o total doado nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014 e ordenando da maior doadora para a menor deste grupo.

Tabela 2 – Os 10 Maiores Doadores da base na soma dos dados eleitorais de 2010 e 2014

Colocação	Nome	Setor	Doação Total (R$ mil)	Doação Eleitos (R$ mil)	Doação Base (R$ mil)
1º	JBS	Alimentos e Beb	224.426	205.737	183.256
2º	Braskem	Química	18.718	17.629	14.263
3º	BRF AS	Alimentos e Beb	8.477	8.177	6.533
4 º	Hypermarcas	Outros	6.440	6.380	5.840
5 º	Santander BR	Finanças e Seguros	4.153	3.902	2.711
6 º	Fibria	Papel e Celulose	4.095	3.710	2.755
7 º	Multiplan	Outros	3.374	2.885	2.080
8 º	MRV	Construção	3.361	3.071	2.828
9 º	Embraer	Veículos e peças	3.327	2.591	2.173
10 º	B3	Finanças e Seguros	3.239	2.989	1.196
Total			279.610	257.071	223.635

A classificação do setorial segue o padrão da Economatica. A coluna Doação Total representa o montante financeiro doado pela empresa em 2010 e 2014. Já as colunas Doação Eleitos e Doação Base, representam apenas a parcela financeira das doações que se destinaram a candidatos que venceram os seus respectivos pleitos eleitorais e pertenciam ao partido da base governista federal, respectivamente. Fonte: Dados da pesquisa.

Na tabela 3 encontram-se os dados sobre os doadores utilizados no estudo de evento para testar a hipótese H1. Ela foi elaborada para evidenciar como as doações estão distribuídas entre os setores econômicos. A grande concentração do montante financeiro doado está no setor de “Alimentos e Beb”. Analisando este dado em conjunto com a tabela 2, percebe-se que a JBS é a principal fonte de recursos deste setor e de toda a base. Fora este fato, é importante pontuar que os doadores não estão concentrados em alguns setores, mas que existe um grande número de doadores nos setores de “Alimentos e Beb”, “Construção” e de “Siderur & Metalur”, porém, mesmo excluindo a JBS desta lista, estes setores em termos percentuais não representam grande parte da totalidade do montante financeiro doado.

Tabela 3 – Relação de doadores por setores utilizados para testar a hipótese H1

Setor	Nº Empresas	Nº Empresas Doadoras	Montante Doação (R$ mil)	Montante Doação Eleitos (R$ mil)	Montante Doação Base (R$ mil)
Agro e Pesca	3	1	200	185	200
Alimentos e Beb	9	6	237.692	217.947	192.605
Comércio	12	4	1.668	1.563	885
Construção	15	11	7.740	6.893	5.148
Eletroeletrônicos	2	1	12	12	12
Energia Elétrica	17	0	0	0	0
Finanças e Seguros	16	5	8.916	8.175	4.807
Máquinas Indust	3	1	20	20	0
Mineração	4	1	178	178	79
Minerais não Met	2	2	357	357	210
Outros	45	13	14.094	13.529	10.337
Papel e Celulose	3	3	7.606	6.564	4.309
Petróleo e Gas	8	1	1.950	1.950	760
Química	3	2	19.004	17.864	14.406
Siderur & Metalur	13	7	2.978	2.538	1.290
Software e Dados	4	1	0	0	0
Telecomunicações	5	0	0	0	0
Textil	8	5	3.345	2.012	1.132
Transporte Serviç	9	2	710	710	700
Veiculos e peças	9	3	4.592	3.857	3.326
Total Geral	190	69	311.062	284.354	240.206

A classificação do setorial segue o padrão da Economatica. A segunda e a terceira coluna indicam o número de empresas que cada setor possui na base da pesquisa e quantas delas realizaram doações nas campanhas eleitorais. A coluna Doação Total representa o montante financeiro doado pela empresa em 2010 e 2014. Já as colunas Doação Eleitos e Doação Base, representam apenas a parcela financeira das doações que se destinaram a candidatos que venceram os seus respectivos pleitos eleitorais e pertenciam ao partido da base governista federal, respectivamente. Fonte: Dados da pesquisa.

Para complementar a apresentação dos dados utilizados no estudo de evento, a tabela 4 reúne as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nesta primeira parte da pesquisa.

Tabela 4 – Estatística descritiva dos dados utilizados no estudo de evento

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	1º Quartil	3º Quartil
CARJ1 (%)	221	-0, 859	0,037	-0,022	0,004
CARJ2 (%)	221	-0, 397	0,052	-0,018	0,009
CARJ3 (%)	221	-0, 241	0,060	-0,014	0,015
CARJ4 (%)	221	-1, 094	0,133	-0,026	0,015
ROA_10	221	0,065	0,073	0,017	0,094
ROA_12	221	0,053	0,049	0,017	0,086
ROA_13	221	0,058	0,101	0,015	0,089
ROA_14	221	0,056	0,084	0,017	0,085
Tam_2010	221	14,570	3,897	13,735	16,453
Tam_2012	221	15,456	2,443	14,167	16,656
Tam_2013	201	15,362	1,976	14,173	16,482
Tam_2014	201	15,396	2,043	14,242	16,640
Endiv_2010	221	0,445	3,521	0,301	0,612
Endiv_2012	221	0,486	0,255	0,364	0,656
Endiv_2013	221	0,463	0,250	0,312	0,643
Endiv_2014	221	0,469	0,251	0,319	0,650

As variáveis CARJ1 a CARJ4 representam o retorno anormal acumulado calculado na Janela de Evento 1 a 4. As variáveis ROA, SIZE e LEV significam, respectivamente, Retorno sobre o Ativo, Tamanho e Endividamento. Os números indicam a que ano pertencem os dados. Exemplo: ROA_10 é o retorno sobre o ativo da empresa em 2010. O quadro 2, presente na seção 3.3, apresenta o cálculo de cada variável de controle. Fonte: Dados da Pesquisa.

A tabela 5 demonstra como as doações estão divididas pelos setores em relação aos dados utilizados para testar as hipóteses H2 e H3. Mesmo com o aumento da quantidade de empresas, o montante financeiro de doações não se modificou significativamente e também se manteve, tal como no estudo de evento, uma divisão não concentrada de doadores entre os setores. É importante observar que grande parte do montante financeiro doado se concentra em campanhas de candidatos da base governista e que esses recursos foram destinados a candidatos que de fato venceram os seus respectivos pleitos, o que levanta a questão se essas doações de fato influenciaram o resultado das eleições ou se as empresas adotaram uma estratégia de investimento que privilegiou os favoritos na corrida eleitoral.

Tabela 5 – Relação de doadores por setores utilizados para testar as hipóteses H2 e H3

Setor	N Empresas	N Empresas Doadoras	Montante Doação (R$ mil)	Montante Doação Eleitos (R$ mil)	Montante Doação Base (R$ mil)
Agro e Pesca	4	1	200	185	200
Alimentos e Beb	12	7	237.702	217.957	192.615
Comércio	19	5	2.027	1.922	1.224
Construção	19	12	7.890	7.043	5.148
Eletroeletrônicos	5	3	217	167	167
Energia Elétrica	36	0	-	-	-
Finanças e Seguros	20	6	8.944	8.203	4.812
Máquinas Indust	4	1	20	20	-
Mineração	4	1	178	178	79
Minerais não Met	3	3	582	582	300
Outros	88	18	14.274	13.709	10.402
Papel e Celulose	5	4	7.828	6.776	4.394
Petróleo e Gas	10	1	1.950	1.950	760
Química	9	5	19.489	18.349	14.681
Siderur & Metalur	19	8	2.993	2.553	1.305
Software e Dados	4	1	0	0	0
Telecomunicações	6	0	0	0	0
Textil	18	8	3.813	2.479	1.362
Transporte Serviç	13	2	710	710	700
Veiculos e peças	14	5	4.652	3.917	3.371
Total Geral	312	91	313.469	286.700	241.520

A classificação do setorial segue o padrão da Economatica. A segunda e a terceira coluna indicam o número de empresas que cada setor possui na base da pesquisa e quantas delas realizaram doações nas campanhas eleitorais. A coluna Doação Total representa o montante financeiro doado pela empresa em 2010 e 2014. Fonte: Dados da pesquisa.

A tabela 6 complementa as estatísticas descritivas deste estudo ao apresentar as informações de número de observações, média, desvio padrão, 1º quartil e 3º quartil das variáveis pertencentes aos testes de H2 e H3.

Tabela 6 – Estatística descritiva dos dados utilizados para testar H2 e H3

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	1º Quartil	3º Quartil
MB	2391	2,464	4,709	0,381	2,152
BNDES	2391	1,646	5,328	0,000	0,000
ROA	2391	0,111	1,671	0,021	0,099
Tam	2391	14,574	2,213	13,387	15,998
Endiv	2391	0,533	0,233	0,404	0,701
BTD	2391	0,132	7,986	0,000	0,046
ETR	2391	1,359	18,025	0,074	0,340

Nota: A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. Os dados são de 2010 a 2017. Mais detalhes são apresentados na seção 3.3. Fonte: Dados da pesquisa.

Por fim, o resultado do teste de tendências paralelas para as variáveis BNDES, BTD e ETR estão apresentados na tabela 7. Esse é o pressuposto mais importante para a identificação do efeito causal da proibição, pois para que o modelo de diferenças em diferenças funcione é necessário que a trajetória temporal da variável Y para as empresas doadoras (grupo de controle) represente o que ocorreria com as empresas não doadoras (grupo tratado) caso não houvesse a proibição, ou seja, não sofresse o tratamento. Os grupos de controle e de tratamento devem ter tendências paralelas para a técnica ser eficaz. Assim, eventuais mudanças na trajetória da variável Y para o grupo de tratamento em relação ao de controle após a proibição é atribuída aos efeitos gerados por esse evento. As interações das variáveis de tratamento com as *dummies* de ano pré-evento, deixando como período base o ano de 2010, apresentaram coeficientes não-significantes, sendo isso uma evidência bastante favorável ao pressuposto de tendências paralelas, sugerindo que a evolução da variável Y nos grupos de doadoras e não-doadoras era similar antes do evento.

Tabela 7 – Resultado do teste de Tendências Paralelas

Variáveis /	BNDES			BTD			ETR		
Modelos	M. (17)	M. (18)	M. (19)	M. (17)	M. (18)	M. (19)	M. (17)	M. (18)	M. (19)
D (Var. X)	1,476*			-1,647			-0,130		
	(0,781)			(1,593)			(0,127)		
LN_Eleito (Var. X)		0,164**			-0,127			-0,007	
		(0,071)			(0,123)			(0,012)	
LN_Base (Var. X)			0,223***			-0,118			-0,004
			(0,081)			(0,115)			(0,013)
X_d2011	-0,102	-0,016	-0,036	1,591	0,123	0,114	-0,124	-0,017	-0,035
	(0,919)	(0,084)	(0,098)	(1,589)	(0,123)	(0,114)	(0,432)	(0,032)	(0,029)
X_d2012	-0,074	-0,010	-0,017	1,568	0,121	0,113	-1,421	-0,113	-0,106
	(0,823)	(0,072)	(0,082)	(1,593)	(0,123)	(0,115)	(1,152)	(0,0893)	(0,0837)
X_d2013	0,301	0,007	0,002	1,521	0,117	0,109	0,159	0,009	0,002
	(0,906)	(0,0814)	(0,094)	(1,585)	(0,122)	(0,114)	(0,153)	(0,014)	(0,014)
X_d2014	-0,946	-0,106	-0,151	2,549	0,197	0,184	-4,011	-0,313	-0,292
	(0,869)	(0,074)	(0,084)	(1,914)	(0,148)	(0,138)	(3,087)	(0,239)	(0,224)
Intercepto	1,248***	1,097***	1,039***	1,673	1,632	1,513	0,439***	0,423***	0,410***
	(0,337)	(0,335)	(0,310)	(1,593)	(1,554)	(1,439)	(0,112)	(0,110)	(0,102)
Nº de Obs.	2.391	2.391	2.391	2.391	2.391	2.391	2.391	2.391	2.391
R-quadrado	0,028	0,035	0,044	0,005	0,004	0,004	0,007	0,006	0,006
Estatística F	3,78	3,95	4,18	1,46	1,35	1,66	1,04	0,97	1,17
F (p-valor)	0,000	0,000	0,000	0,120	0,168	0,578	0,418	0,006	0,296
Dummies de Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. As interações com as *dummies* pós-evento foram omitidas para facilitar a visualização do diagnóstico de tendências paralelas. Erros-padrão são estimados com dados agrupados por empresa e são assintoticamente robustos a formas arbitrárias de autocorrelação e heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

4.2 Resultado das Regressões

4.2.1 Hipótese H1 – CAR por janela de evento

Os resultados do modelo (8) estão reportados na tabela 8. A variável de interesse $LN_Doação$ apresentou significância estatística apenas na janela de evento 1, porém, com uma relação positiva, de acordo com o que era esperado a partir da hipótese H1b.

Tabela 8 – Resultados da regressão do modelo (8)

Variáveis	CARJ1	CARJ2	CARJ3	CARJ4
LN_Doação	0,001*	-0,000	0,000	0,002
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,002)
ROA	0,000	0,012	-0,035	0,001***
	(0,000)	(0,027)	(0,022)	(0,003)
Tam	0,001	0,002	-0,002	0,002
	(0,001)	(0,003)	(0,004)	(0,003)
Endiv	-0,001***	-0,001	0,003*	0,001
	(0,000)	(0,002)	(0,002)	(0,001)
Intercepto	-0,021*	-0,046	0,031	-0,031
	(0,011)	(0,053)	(0,061)	(0,043)
Nº de Observações	221	221	201	201
Nº de Empresas	190	190	190	190
Nº de Empresas Doadoras	50	50	50	69
R-quadrado	0,187	0,052	0,188	0,132
Estatística F	5,23	3,46	1,07	211,97
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,386	0,000
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. Para as janelas de evento J1 a J3 foram consideradas apenas as doações efetuadas na campanha de 2010 e para J4 a soma das doações efetuadas nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014. Erros-padrão assintoticamente robustos a formas arbitrárias de heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Essa janela compreende o período em que foi feito o ajuizamento do pedido no STF e a nomeação do relator, o ministro Luiz Fux, que considerou a matéria relevante. A OAB ainda propôs nesse pedido que, caso o julgamento decida a favor da proibição deste tipo de doação,

se estabelecesse um prazo de 24 meses para que essa decisão entre em vigor, possibilitando ao Congresso criar uma legislação em consonância com esse entendimento.

Durante este período as empresas obtiveram em média um CAR negativo. Uma interpretação para esse resultado é a de que a expectativa de proibição pode ter sido percebida como uma possível perda para as empresas, inclusive para as que não realizaram doações, porque fechou uma porta de geração estratégica de valor por meio da conexão política, restringindo na prática as estratégias das empresas de capital aberto, as quais possuem maiores recursos para gastar com a compra de influência. Porém, considerando o resultado da janela 1, para as já doadoras o impacto negativo da nova regra pode ser mitigado se os investidores entendem que elas usufruirão de vantagens relativas às demais empresas porque já construíram conexões como argumentou o ministro Gilmar Mendes em seu voto contrário a proibição.

O ministro defendeu que a proibição acabaria por beneficiar os partidos que já estão no poder, pois os demais não teriam mais acesso a essa mesma fonte de recursos, o que poderia dificultar a alternância de poder. A partir desta perspectiva, os investidores podem ter entendido que as empresas conectadas por meio das doações deixariam de correr o risco de perder essa conexão, mesmo não possuindo mais essa via de acesso aos políticos, além de dificultar a entrada e influência de novos atores criando uma vantagem competitiva.

É importante salientar que com base nas informações divulgadas pela grande mídia nesse período, não houve manifestação dos ministros de como eles votariam e de qual seria o resultado do julgamento. Essa variável não apresentou significância estatística quando o julgamento iniciou a partir da segunda janela com os primeiros votos sendo proferidos até a decisão final na última janela.

A tabela 9 apresenta os resultados do modelo (9). Neste modelo foi segregado o montante de doações entre o que se destinou a candidatos eleitos e não eleitos. A variável LN_Eleito, tal como a variável LN_Doações do modelo anterior, apresentou um relação positiva com significância estatística de 10% durante a janela 1. Em nenhumas das janelas a variável LN_NãoEleito apresentou significância, o que pode reforçar o argumento anterior de que a proibição das doações favorece aqueles que já ajudaram a eleger candidatos em 2010 e que estavam no poder durante esse período.

Tabela 9 – Resultados da regressão do modelo (9)

Variáveis	CARJ1	CARJ2	CARJ3	CARJ4
LN_Eleito	0,001*	0,000	0,000	0,002
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,002)
LN_NãoEleito	0,000	-0,001	0,000	-0,000
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,003)
ROA	0,000	0,013	-0,035	0,001***
	(0,000)	(0,026)	(0,022)	(0,000)
Tam	0,001	0,002	-0,002	0,002
	(0,001)	(0,003)	(0,004)	(0,003)
Endiv	-0,001***	-0,001	0,003*	0,001
	(0,000)	(0,002)	(0,002)	(0,001)
Intercepto	-0,021*	-0,046	0,031	-0,031
	(0,011)	(0,053)	(0,061)	(0,043)
Nº de Observações	221	221	201	201
Nº de Empresas	190	190	190	190
Nº de Empresas Doadoras	50	50	50	69
R-quadrado	0,188	0,052	0,188	0,132
Estatística F	5,01	3,28	1,05	207,39
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,401	0,000
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. Para as janelas de evento J1 a J3 foram consideradas apenas as doações efetuadas na campanha de 2010 e para J4 a soma das doações efetuadas nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014. Erros-padrão assintoticamente robustos a formas arbitrárias de heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Outro ponto importante nesse resultado é que o CAR esperado para as empresas doadoras continua negativo, mesmo considerando o maior valor de LN_Eleito da amostra que é de 16,391. Assim, a percepção de que as empresas estariam perdendo uma alternativa de gerar valor prevalece sobre todas as empresas, caso essa redução do CAR médio das empresas tenha de fato se originado pela proibição, porém esse efeito negativo é menor para as doadoras em relação às demais empresas conforme explicado anteriormente.

Concluindo a apresentação referente ao teste da hipótese H1, a tabela 10 reporta os resultados do modelo (10). As variáveis de interesse são LN_Base, que representa o logaritmo do monte doado aos candidatos da base governista federal de cada pleito eleitoral, e LN_Oposição segregando os valores recebidos pelos demais candidatos. Dessa vez houve um pequeno aumento na relação entre os retornos anormais acumulados da janela 1 e o que foi doado a candidatos da base governista com significância estatística de 5%. Esse resultado se

mantem coerente com o que foi obtido nos testes anteriores, uma vez que o eventual benefício da proibição para aqueles que já realizaram doações e poderiam deixar de correr o risco de ter novos influenciadores no futuro, quando separando as doações dessa forma, teria que existir um aumento na relação entre as variáveis, pois essas empresas teriam conexão com aqueles que de fato tem maior possibilidade de fornecer benefícios a elas por estarem na base do governo em exercício. Um ponto relevante a respeito da base governista é que, em nível federal, ela já havia vencido três ciclos eleitorais naquele momento. As demais variáveis não apresentaram significância em nenhuma das janelas.

Tabela 10 – Resultados da regressão do modelo (10)

Variáveis	CARJ1	CARJ2	CARJ3	CARJ4
LN_Base	0,002**	-0,001	0,000	0,002
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,002)
LN_Oposição	0,000	0,001	-0,001	0,000
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,002)
ROA	0,001	0,013	-0,035	0,001***
	(0,000)	(0,0264)	(0,0216)	(0,000262)
Tam	0,001	0,002	-0,002	0,002
	(0,001)	(0,003)	(0,004)	(0,003)
Endiv	-0,001***	-0,001	0,003*	0,000
	(0,000284)	(0,00235)	(0,00152)	(0,000)
Intercepto	-0,021*	-0,047	0,031	-0,028
	(0,011)	(0,053)	(0,061)	(0,043)
Nº de Observações	221	221	201	201
Nº de Empresas	190	190	190	190
Nº de Empresas Doadoras	50	50	50	69
R-quadrado	0,202	0,055	0,188	0,131
Estatística F	5,52	4,53	1,06	136,43
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,390	0,000
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. Para as janelas de evento J1 a J3 foram consideradas apenas as doações efetuadas na campanha de 2010 e para J4 a soma das doações efetuadas nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014. Erros-padrão assintoticamente robustos a formas arbitrárias de heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

4.2.2 Hipótese H2 – Empréstimos do BNDES

Em relação à hipótese H2, a tabela 11 traz os resultados estimados pelos modelos (11) a (13) em dados em painel. Seguindo os resultados obtidos na literatura, as três variáveis de doação, LN_Doação, LN_Eleito e LN_Base, apresentaram relação positiva e com significância estatística em seus respectivos modelos. Esses dados não apontaram a existência de algum efeito de punição, conforme previsto na literatura, uma vez que as variáveis LN_NãoEleito e LN_Oposição não foram significantes.

Tabela 11 – Resultados das regressões (11) a (13) de Dados em Painel do BNDES

	LN_BNDES		
Variáveis	Modelo (10)	Modelo (11)	Modelo (12)
LN_Doação	0,094***		
	(0,035)		
LN_Eleito		0,099**	
		(0,040)	
LN_NãoEleito		-0,011	
		(0,069)	
LN_Base			0,070*
			(0,039)
LN_Oposição			0,039
			(0,037)
ROA	0,005	0,005	0,005
	(0,007)	(0,006)	(0,007)
Tam	0,397***	0,401***	0,385***
	(0,087)	(0,087)	(0,088)
Endiv	0,025*	0,0260**	0,023*
	(0,013)	(0,013)	(0,013)
MB	0,002	0,002	0,002
	(0,002)	(0,002)	(0,002)
Intercepto	-5,028***	-5,086***	-4,814***
	(1,145)	(1,134)	(1,150)
Nº de Observações	2.391	2.391	2.391
Nº de Empresas	312	312	312
Nº de Empresas Doadoras	91	91	91
R-quadrado	0,118	0,118	0,118
Estatística F	3,97	3,82	3,79
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,000
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. As variáveis de doação consideram a soma dos montantes financeiros doados nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014, sendo elas fixas no tempo, e as demais variáveis possuem dados de 2010 a 2017. Erros-padrão são estimados com dados agrupados por empresa e são assintoticamente robustos a formas arbitrárias de autocorrelação e heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Os resultados das regressões de diferenças em diferenças (DiD), que estimaram o efeito da proibição de doações por pessoas jurídicas sobre os empréstimos concedidos pelo BNDES estão resumidos na tabela 12. Neste caso as variáveis de interesse são as interações entre as variáveis de doações de cada modelo e a ADI, que é uma variável binária que assume valor 1 para os períodos após a decisão final do plenário do STF em setembro de 2015. As variáveis que representavam as doações apresentaram uma relação positiva e significante, ou seja, em média as doadoras têm maior acesso ao financiamento do BNDES. A variável ADI apresentou significância negativa com nível de 1% em todos os testes. É possível que essa retração para ambos os grupos em média no período pós-proibição tenha ocorrido devido as mudanças no cenário econômico nacional e dos mecanismos de gestão do próprio BNDES (Barboza, Furtado, & Gabrielli, 2018). Porém, em nenhum dos modelos a variável de interesse foi significante, o que pode indicar que a proibição das doações empresariais não afetaram os empréstimos concedidos por essa entidade estatal.

Tabela 12 – Resultados das regressões (17) a (19) de DiD da variável BNDES

	BNDES		
Variáveis	Modelo (17)	Modelo (18)	Modelo (19)
D	1,862**		
	(0,790)		
LN_Eleito		0,199***	
		(0,070)	
LN_Base			0,266***
			(0,079)
ADI	-1,334***	-1,379***	-1,374***
	(0,400)	(0,395)	(0,391)
ADI_D	0,350		
	(0,828)		
ADI_LNEleito		0,041	
		(0,068)	
ADI_LNBase			0,048
			(0,075)
ROA	0,009***	0,009***	0,009***
	(0,003)	(0,003)	(0,003)
Tam	0,458***	0,444***	0,429***
	(0,093)	(0,092)	(0,090)
Endiv	0,029*	0,029*	0,027*
	(0,017)	(0,017)	(0,016)
MB	0,003	0,003	0,003
	(0,003)	(0,003)	(0,003)
t	0,063	0,088	0,099
	(0,071)	(0,071)	(0,072)
D_t	-0,232		
	(0,178)		
LN_Eleito_t		-0,026*	
		(0,015)	
LN_Base_t			-0,036**
			(0,017)
Intercepto	-5,134***	-5,094***	-4,937***
	(1,244)	(1,228)	(1,205)
Nº de Observações	2.391	2.391	2.391
Nº de Empresas	312	312	312
Nº de Empresas Doadoras	91	91	91
R-quadrado	0,055	0,061	0,066
Estatística F	5,74	5,90	6,16
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,000

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. As variáveis de doação consideram a soma dos montantes financeiros doados nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014, sendo elas fixas no tempo, e as demais variáveis possuem dados de 2010 a 2017. Erros-padrão são estimados com dados agrupados por empresa e são assintoticamente robustos a formas arbitrárias de autocorrelação e heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

4.2.3 Hipótese H3 – Agressividade Fiscal

A tabela 13 reúne os valores obtidos pelos modelos (11) a (13) para testar as duas medidas de agressividade fiscal, referente a hipótese H3. Nenhuma variável de interesse apresentou significância estatística em relação ao BTD. Com relação ao ETR, foram obtidos alguns indícios que sugerem algum efeito da doções nessa variável.

Tabela 13 – Resultados das regressões (11) a (13) de Dados em Painel de BTD e ETR

	BTD			ETR		
Variáveis	Modelo (11)	Modelo (12)	Modelo (13)	Modelo (11)	Modelo (12)	Modelo (13)
LN_Doação	0,003			-0,053*		
	(0,008)			(0,027)		
LN_Eleito		0,010			-0,100**	
		(0,013)			(0,043)	
LN_NãoEleito		-0,017			0,124*	
		(0,017)			(0,068)	
LN_Base			-0,002			0,005
			(0,005)			(0,024)
LN_Oposição			0,005			-0,055*
			(0,006)			(0,031)
ROA	0,779***	0,779***	0,779***	0,437	0,435	0,437
	(0,294)	(0,294)	(0,294)	(0,603)	(0,603)	(0,603)
Tam	0,061	0,066	0,061	-0,306	-0,342	-0,308
	(0,0493)	(0,0530)	(0,0496)	(0,246)	(0,263)	(0,249)
Endiv	0,040	0,040	0,040	-0,139	-0,145	-0,138
	(0,0496)	(0,0499)	(0,0496)	(0,103)	(0,105)	(0,104)
MB	-0,010	-0,010	-0,010	0,071***	0,071***	0,072***
	(0,009)	(0,009)	(0,009)	(0,017)	(0,017)	(0,017)
Intercepto	-0,905	-0,982	-0,906	6,327	6,904	6,335
	(0,708)	(0,769)	(0,713)	(3,916)	(4,188)	(3,952)
Nº de Observações	2.391	2.391	2.391	2.391	2.391	2.391
Nº de Empresas	312	312	312	312	312	312
Nº de Empresas Doadoras	91	91	91	91	91	91
R-quadrado	0,430	0,430	0,430	0,041	0,042	0,041
Estatística F	10,06	9,25	9,57	3,08	3,04	2,88
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. As variáveis de doação consideram a soma dos montantes financeiros doados nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014, sendo elas fixas no tempo, e as demais variáveis possuem dados de 2010 a 2017. Erros-padrão são estimados com dados agrupados por empresa e são assintoticamente robustos a formas arbitrárias de autocorrelação e heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

A literatura diz que quanto menor for o ETR da empresa, mais agressiva fiscalmente, ela pode ser. No modelo (11), a variável LN_Doação apresentou relação negativa e significante ao nível de 10%. Para o modelo (12), ambas as variáveis de doação foram significantes, sendo que LN_Eleito possui uma relação positiva e LN_NãoEleito negativa ao nível de 5% e 10%, respectivamente. Para esse caso, os dados estariam apontando para uma possível existência de um efeito de punição para aqueles que apoiaram financeiramente os candidatos que não venceram as eleições. Já o modelo (13) teve um resultado divergente do que aponta a teoria. A variável LN_Base foi insignificante e LN_Oposição a relação foi negativa e significante ao nível de 10%, ou seja, as empresas que que financiaram candidatos da oposição podem apresentar a característica de ser fiscalmente mais agressiva.

Na tabela 14 encontram-se os resultados das regressões de diferenças em diferenças, que estimaram o efeito da decisão do plenário do STF sobre as duas medidas de agressividade fiscal. Mais uma vez nenhuma variável de interesse apresentou significância estatística em relação ao BTD. Os dados sugerem que a proibição não teve algum efeito relevante na evolução dessas variáveis para as empresas.

Tabela 14 – Resultados das regressões (17) a (19) de DiD das variáveis BTD e ETR

	BTD			ETR		
Variáveis	Modelo (17)	Modelo (18)	Modelo (19)	Modelo (17)	Modelo (18)	Modelo (19)
D	-0,649			1,187		
	(0,612)			(1,323)		
LN_Eleito		-0,050			0,010	
		(0,0476)			(0,104)	
LN_Base			-0,0473			0,091
			(0,045)			(0,098)
ADI	1,279	1,248	1,161	-2,357	-2,307	-2,136
	(1,275)	(1,245)	(1,159)	(2,844)	(2,777)	(2,586)
ADI_D	-1,278			2,481		
	(1,274)			(2,846)		
ADI_LNEleito		-0,099			0,194	
		(0,098)			(0,220)	
ADI_LNBase			-0,092			0,183
			(0,092)			(0,207)
ROA	0,777***	0,777***	0,777***	0,462	0,463	0,463
	(0,294)	(0,294)	(0,294)	(0,587)	(0,587)	(0,587)
Tam	0,024	0,023	0,022	-0,257	-0,250	-0,247
	(0,026)	(0,026)	(0,026)	(0,216)	(0,215)	(0,215)
Endiv	0,0322	0,0320	0,0316	-0,139*	-0,137*	-0,134
	(0,039)	(0,039)	(0,038)	(0,083)	(0,083)	(0,082)
MB	-0,010	-0,010	-0,010	0,070***	0,070***	0,070***
	(0,010)	(0,010)	(0,010)	(0,017)	(0,017)	(0,017)
t	-0,284	-0,278	-0,258	0,727	0,713	0,660
	(0,266)	(0,260)	(0,242)	(0,569)	(0,556)	(0,517)
D_t	0,281			-0,707		
	(0,265)			(0,564)		
LN_Eleito_t		0,022			-0,055	
		(0,021)			(0,044)	
LN_Base_t			0,020			-0,050
			(0,019)			(0,041)
Intercepto	0,283	0,282	0,248	2,853	2,753	2,794
	(0,722)	(0,718)	(0,689)	(3,163)	(3,137)	(3,119)
Nº de Observações	2.391	2.391	2.391	2.391	2.391	2.391
Nº de Empresas	312	312	312	312	312	312
Nº de Empresas Doadoras	91	91	91	91	91	91
R-quadrado	0,424	0,424	0,424	0,037	0,037	0,036
Estatística F	99,97	101,17	100,90	3,58	3,57	3,77
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. As variáveis de doação consideram a soma dos montantes financeiros doados nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014, sendo elas fixas no tempo, e as demais variáveis possuem dados de 2010 a 2017. Erros-padrão são estimados com dados agrupados por empresa e são assintoticamente robustos a formas arbitrárias de autocorrelação e heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

4.2.4 Resultados Adicionais

Para verificar se a presença da JBS na amostra afeta os resultados foram feitos realizados todos os testes apresentados nesta seção excluindo essa empresa da amostra. As interpretações e significância estatística se mantiveram, pois os resultados são similares. Todos eles estão apresentados no Apêndice.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho busca avaliar o impacto da decisão do plenário do STF, que por meio do julgamento da Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 4.650 (2015), proibiu as doações eleitorais brasileiras por pessoas jurídicas a partir das eleições municipais de 2016, e sobre um possível valor atribuído a essas conexões políticas advindas de doações por parte das empresas brasileiras, conforme apontado na literatura.

Para tanto, foi realizada uma análise empírica aplicada a partir dos dados das empresas que possuíam ações negociadas na B3 durante o período de 2010 a 2017, utilizando as eleições de 2010 e 2014 como forma de identificar quais eram as empresas conectadas. Foram consideradas apenas as doações para os cargos de presidente, senador e deputado federal e que eram possíveis identificar as origens do recurso. Essas duas limitações são importantes, pois a escolha de restringir apenas as doações feitas para campanhas na esfera federal foi motivada pela premissa de que esse órgão é provavelmente o que mais tem capacidade de fornecer benefícios aos doadores e segregando apenas as doações feitas com origens identificáveis é que será possível observar as estratégias das empresas e sua eventual eficácia. Portanto, este trabalho não abrangeu todas as doações realizadas pelas empresas, nem possíveis contribuições ocultas feitas via “caixa 2”.

Tomando como base a literatura desenvolvida sobre as conexões políticas e doações empresariais em campanhas eleitorais, este estudo procura responder a seguinte questão de pesquisa: a proibição de doações empresariais que estavam previstas em lei gerou algum impacto no valor de mercado das empresas de capital aberto no Brasil conforme a estratégia de doações a candidatos políticos adotados por elas nas campanhas eleitorais de 2010 e 2014?

A primeira parte do trabalho consiste na realização de um estudo de evento, na qual foram escolhidas as janelas de evento que testaram as hipóteses de que as ações das empresas doadoras teriam obtido retornos anormais acumulados negativos ou positivos, respectivamente, calculados por meio do modelo de mercado, durante esses períodos.

O uso consistente do estudo de evento pressupõe que foram definidas adequadamente as janelas de evento, pois é necessário identificar em qual momento os investidores precificaram os impactos dos eventos pesquisados. As quatro janelas deste estudo são: o ajuizamento e aceitação do STF do pedido em 2011, feito pela OAB, o início do julgamento em 2013, o retorno do julgamento em 2014 após um pedido de vista e a decisão final após

todos os votos serem proferidos em 2015. Medidas adicionais pra se certificar se foram escolhidas janelas adequadas foram feitas, tais como verificar se durante esses períodos não houve outros eventos que poderiam interferir na estimação do impacto do andamento do julgamento e se a grande mídia amplamente divulgava o que estava acontecendo, não antecipando ou atrasando a publicação de alguns fatos.

A hipótese H1a, de que o valor de mercado das empresas diminuiu com a proibição das doações empresariais, está pautada no argumento de que os investidores precificariam como uma perda de um canal estratégico de criação de valor por meio da conexão política. Já H1b segue outros indícios apontados na literatura de que essas doações geravam um custo maior do que os eventuais benefícios advindos dessa ligação com os agentes estatais, sendo que nesse cenário as empresas doam para campanhas eleitorais como forma de evitar atritos com a classe política e por conta dessa proibição o valor dessas empresas tenderia a subir, pois não necessitariam mais incorrer nesse desembolso. Outra possibilidade que justifica a hipótese do valor subir é a de que essa nova barreira acabaria por favorecer as empresas que já doaram, ao impedir que novas empresas tenham a possibilidade de se conectar com os políticos, podendo consolidar uma vantagem estratégica em relação às demais mesmo que momentaneamente.

Os resultados desta parte da pesquisa indicam que apenas durante a janela de evento 1 é que a proibição das doações poderia ter algum impacto significativo. Foi nesse período que foi nomeado o relator, que aceitou o pedido para realizar o futuro julgamento no plenário do STF.

O CAR médio das empresas nessa janela foi negativo, porém a relação foi positiva e significante paras as empresas que realizaram doações, principalmente para aquelas que contribuíram para as campanhas de candidatos da base governista, indicando que apesar da perda de valor geral essas empresas podem ter perdido menos nesse processo em relação às demais. Como não há indícios de que as empresas que doaram para candidatos derrotados ou para candidaturas de partidos da oposição se beneficiaram da expectativa da proibição o argumento de que uma eventual proibição favoreceria aqueles que já estavam no poder parece mais plausível, principalmente considerando que a base governista federal naquele momento já havia vencido todas as eleições que disputou desde 2002, dificultando ainda mais a entrada e disputa de novos candidatos que já não teriam acesso a essa fonte de recursos privados. É importante destacar que essa janela se passa em 2011, pouco tempo depois das eleições de 2010, sem qualquer indicação pública de qual seria a decisão do STF.

Esses resultados são consistentes com o que foi obtido em trabalhos anteriores como os de Akey (2015), Camilo et al. (2012) e Claessens et al. (2008) que apontaram ganhos anormais das ações e criação de valor para empresas conectadas politicamente por meio de doações após as eleições, principalmente considerando as doações realizadas a candidatos que se elegeram e para as candidaturas ligadas aos partidos da base governista. No entanto, este trabalho fornece uma contribuição adicional pelo fato de pesquisar um período possivelmente adverso para as empresas como um todo, que perderam uma possível fonte fornecedora de recursos, diferente dos trabalhos citados nos quais não havia essa possibilidade. Ressaltando que as empresas que já estavam conectadas foram menos impactadas por esse movimento, conforme sugerem os resultados.

Para investigar dois dos possíveis canais pelos quais a influência política poderia afetar o valor das empresas, foram testadas as hipóteses de que as doações eleitorais geravam benefícios para as empresas na forma de maior acesso ao crédito com baixos juros fornecido pelo BNDES e de natureza tributária, possibilitando às empresas serem fiscalmente mais agressivas, utilizando modelos de regressões de dados em painel. Adicionalmente, foram desenvolvidos modelos de diferenças em diferenças, para poder mensurar o possível efeito que a decisão final da ADI n. 4.650 poderia ter gerado sobre esses benefícios, partindo do pressuposto de que eles existem e são significativos.

A premissa por trás deste primeiro benefício é a de que, ao contribuir para a campanha do político, o mesmo posteriormente poderia utilizar a sua influência para enviesar os critérios de fornecimento de recursos do BNDES, uma vez que é atribuição do governo federal escolher quem são os administradores desta instituição. Com relação ao segundo, de forma similar, a literatura sugere que benefícios tributários podem ser concedidos a essas instituições, seja na forma de lei ou na possibilidade de retirar da pauta legislativa e executiva medidas que não interessam ou contribuem para essas entidades conectadas politicamente.

Foi utilizada a mesma base de empresas e de doações da etapa anterior, acrescentando como variável o montante financeiro concedido para cada empresa de 2010 a 2017 e duas medidas de agressividade fiscal, o *book tax difference* (BTD) e a *effective tax rate* (ETR). Apesar de serem medidas que não necessariamente indiquem se a firma é fiscalmente mais agressiva, elas são amplamente utilizadas na literatura contábil, mas representam uma limitação importante na estimação do efeito desejado, requerendo cuidado nas interpretações do resultado.

Outra limitação refere-se ao período estudado. Uma vez que a decisão foi proferida em setembro de 2015 e os dados desta pesquisa vão até 2017, só é possível medir os eventuais efeitos iniciais trazidos por essa mudança na legislação eleitoral. As variáveis que possivelmente são as mais atingidas por essa limitação são as que representariam a agressividade fiscal, pois diferentes das demais que tendem a reagir mais rapidamente a mudanças, normalmente alterações relevantes de natureza tributária não possuem essa mesma velocidade, o que pode dificultar a estimação do efeito da proibição.

Para a hipótese H2, que trata dos empréstimos do BNDES, os resultados estão em linha com os achados de Lazzarini et al. (2011) e Sztutman e Aldrighi (2013), tendo as variáveis de doações apresentado relações positivas e significantes, porém sem a existência do chamado efeito punição para aquelas empresas que apoiaram candidatos concorrentes daqueles que se elegeram ou não estão na base governista. Se diferenciando dos trabalhos mencionados, este estudo utiliza dados de um cenário no qual as empresas tinham como opção realizar ou não as doações e observando de que forma o ambiente econômico se comportou diante disso, com a premissa de que a decisão do STF afetou a concessão de crédito do BNDES, porém, não houve indícios de que a proibição possa ter gerado impactos negativos para aquelas empresas que realizaram doações nos pleitos de 2010 e 2014.

A respeito da agressividade fiscal de que trata a hipótese H3, a variável BTD não apresentou significância em nenhum dos testes realizados. Já a variável ETR teve como resultado uma relação negativa e significante com as variáveis de doações, com exceção das doações feitas a base governista. A literatura diz que quanto menor o ETR, maior a probabilidade de ela ser fiscalmente mais agressiva. Os resultados não apontam que as proibições das doações tiveram algum efeito sobre as essas medidas de agressividade fiscal.

Com base em todos esses indícios, o argumento que prevalece é o da hipótese H1b. A perspectiva de perder esta forma de conexão com a classe política pode ter motivado os investidores a precificarem negativamente em média as empresas como um todo, porém, as empresas doadoras e principalmente as que contribuíram em candidaturas vencedoras e ligadas a base do governo foram menos afetadas por esse movimento, em linha com os achados de Akey (2015), Camilo et al. (2012) e Claessens et al. (2008). É possível que o entendimento desses investidores de que essas empresas que já estavam conectadas poderiam permanecer com esses benefícios pode ser a justificativa para a precificação diferenciada deste evento entre os grupos de empresas. Isso se refletiu nos resultados ligados principalmente aos empréstimos do BNDES, pois as doações aparentemente influenciavam na

concessão do crédito, como sugere os trabalhos de Lazzarini et al. (2011) e Sztutman e Aldrighi (2013), porém a proibição das doações não afetou o acesso diferenciado das empresas doadoras a esses recursos após a decisão do STF.

Sugere-se a realização de pesquisas futuras com novas variáveis de agressividade fiscal para poder melhor entender se as empresas doadoras se beneficiaram fiscalmente desta decisão. Outra sugestão é no futuro ampliar essa pesquisa com mais dados após a decisão do STF, para poder estimar toda a extensão que a proibição pode ter causado ao ambiente econômico.

REFERÊNCIAS

Abdalla, M. M. (2011). Afinal, o que é (Estratégia de) Não Mercado? Um Ensaio Profilático. Trabalho apresentado no XXXV Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro, RJ.

Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 4.650. (2015, 17 de setembro). Altera a legislação eleitoral ao proibir doação de pessoas jurídicas para campanhas eleitorais. Recuperado de http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=10329542

Aggarwal, R. K., Maschke, F., & Wang, T. Y. (2012). Corporate Political Donations: Investment or Agency? *Business and Politics*, *14*(1), 1-38.

Akey, P. (2015). Valuing Changes in Political Networks: Evidence from Campaign Contributions to Close Congressional Elections. *The Review of Financial Studies*, *28*(11), 3188-3223.

Angrist, J. & Pischke, J-S. (2009) Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion. Princeton.

Ansoff, H. I., & McDonnell, E. J. (1990). Implanting strategic management. Cambridge: Prentice Hall.

Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.

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.

Barboza, R. M., Furtado, M., & Gabrielli, H. (2018). A atuação histórica do BNDES: o que os dados têm a nos dizer? Textos para discussões (123). Rio de Janeiro, RJ: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

Baron, D.P. (1999). Theories of Strategic Nonmarket Participation: Majority Rule and Executive Institutions. *Business and Politics,* 1, 7-34.

Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2018). The Cost of Political Connections. *Review of Finance*, 22(3), 849-876.

Bliss, M. A., & Gul, F.A. (2012). Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36(5).

Boas, T.C.; Hidalgo, F.D.; Richardson, N.P. (2014). The spoils of victory: Campaing donations and government contracts in Brazil. *The Journal of Politics*, 76(2), 415-429.

Boddewyn, J. (2003) Understanding and Advancing the Concept of 'Nonmarket'. *Business & Society*, 42(3), 297-327.

Bonardi, J., Holburn, G. L. F., & Vanden Bergh, R. G. (2006). Nonmarket Strategy Performance: Evidence from U.S. Eletric Utilities. *Academy of Management Journal,* 49(6), 1209-1228.

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

Bourdoukan, A. Y. (2009). O Bolso e a Urna: financiamento político em perspectiva comparada (Tese de doutorado, Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo). Recuperado de www.teses.usp.br

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258.

Camargos, M. A., & Barbosa, F.V. (2003). Estudo de Eventos: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração,* 10(3), 205-258.

Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Mello, R. B. (2012). Conexões políticas e desempenho: um estudo das firmas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(6), 784-805.

Campbell, J., Lo, J., & Mackinlay, A. (1997). The Econometric of Financial Markets. New Jersey, NJ: Princeton University Press.

Cervi, E. U. (2010). Financiamento de Campanhas e Desempenho Eleitoral no Brasil: uma análise das contribuições de pessoas físicas, jurídicas e partidos políticos às eleições de 2008 nas capitais de Estado. *Revista Brasileira de Ciências Política*, 1(4), 135-167.

Chen, H., Parsley, D., & Yang, Y. (2014). Corporate Lobbying and Firm Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, *42*(3-4), 444-481.

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.

Constituição da República Federativa do Brasil. (1988, 05 de outubro). Recuperado de http://www.senado.gov.br/sf/legislacao/const/.

Dinç, S. (2005). Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, *77*(2), 453-479.

Dorobantu, S., Kaul, A., & Zelner, B. A. (2016). Non-Market Strategy Research through the Lens of New Institutional Economics: An Integrative Review and Future Directions. . *Strategic Management Journal,* Forthcoming. Recuperado de http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2798720

Faccio, M., Masulis, R.W. and McConnell, J.J. (2006). Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance*, 61(6), 2597-2635.

Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969) The Adjustment of Stock Pries to New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.

Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 4(91), 1095-1102.

Goldman, E., Roscholl, J., & So, J. (2013). Politically connected boards of directors and the allocation of procurement contracts. *Review of Finance*, 17(5), 1617-1648.

Goldman, E., Roscholl, J., & So, J. (2009). Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? *Review of Financial Studies*, *22*(6), 2331-2360.

Gomes, J. J. (2010). Direito eleitoral. Belo Horizonte, MG: Del Rey.

Hill, M., Fuller, K., Kelly, G., & Washam, J. (2014). Corporate cash holdings and political connections. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(1), 123-142.

Hillmam, A. J., Zardkoohi, A., & Bierman, L. (1999). Corporate Political Strategies and Firm Performance: Indications of Firm-Specific Benefits From Personal Service in the U.S. Government. *Strategic Management Journal*, 20(1), 67-81.

Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R.E. (2008). Administração Estratégica: competitividade e globalização. São Paulo, SP: Thomson Learning.

Houston, J. F., Jiang, L., Lin, C., & Ma, Y. (2014). Political Connections and the Cost of Bank Loans. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 193-243.

Idea (2014) Funding of Political Parties and Election Campaigns: a handbook on political finance. Recuperado de https://www.idea.int/publications/catalogue/funding-political-parties-and-election-campaigns-handbook-political-finance.

Inoue, C., Lazzarini, S. G., & Musacchio, A. (2013). Leviathan as a Minority Shareholder: Firm-Level Implications of State Equity Purchases. *The Academy of Management Journal*, 56(6), 1775-1801.

Jackowicz, K., Kozlowski, L., & Mielcarz, P. (2014). Political connections and operational performance of non-financial firms: New evidence from Poland. *Emerging Markets Review*, 20(C), 109-135.

Kanaan, A. (2012). Financiamento Público, privado e misto frente à reforma política eleitoral que propõe o financiamento público exclusivo. In A. Ramos (Org.), *Temas de Direito Eleitoral no século XXI* (pp. 271-313). Brasília, Brasil: Escola Superior do Ministério Público da União: 2012.

Khwaja, A. I., & Mian, A. (2005). Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(4), 1371-1411.

Kim, C.F., & Zhang, L. (2015). Corporate Political Connections and Tax Aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, 33, 78-114.

Kloeckner, G. (1995). Estudos de Evento: a análise de um método. *Revista brasileira de Administração Contemporânea*, 1(2), 261-270.

Kotler, P., Kartajaya, H., & Setiawan, I. (2010) Marketing 3.0: as forças que estão definindo o novo marketing centrado no ser humano. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier.

Krieger, G., Rodrigues, F., & Bonassa, E. (1994). Os donos do congresso: *A farça na CPI do orçamento*. São Paulo, SP: Editora Ática.

Lazzarini, S. G., Musacchio, A., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2011). What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002-2009. *World Development*, 66, 237-253.

Lei n. 9.096. (1995, 19 de setembro). Dispõe sobre partidos políticos, regulamenta os arts. 17 e 14, § 3º, inciso V, da Constituição Federal. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9096.htm.

Lei n. 9.504. (1997, 30 de setembro). Estabelece normas para as eleições. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9504.htm.

Lei n. 11.459. (2007, 21 de março). Altera a Lei n. 9096 de 19 de setembro de 1995, para estabelecimento do critério de distribuição do Fundo Partidário. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11459.htm.

Lei n. 13.165. (2015, 29 de setembro). Altera as Leis 9.504, de 30 de setembro de 1997, 9.096, de 19 de setembro de 1995, e 4.737, de 15 de julho de 1965 - Código Eleitoral, para reduzir os custos das campanhas eleitorais, simplificar a administração dos Partidos Políticos e incentivar a participação feminina. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13165.htm.

Lei n. 13.487. (2017, 06 de outubro). Altera as Leis nos 9.504, de 30 de setembro de 1997, e 9.096, de 19 de setembro de 1995, para instituir o Fundo Especial de Financiamento de Campanha (FEFC) e extinguir a propaganda partidária no rádio e na televisão. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13487.htm.

Lei n. 13.488. (2017, 06 de outubro). Altera as Leis nos 9.504, de 30 de setembro de 1997 (Lei das Eleições), 9.096, de 19 de setembro de 1995, e 4.737, de 15 de julho de 1965 (Código Eleitoral), e revoga dispositivos da Lei no 13.165, de 29 de setembro de 2015 (Minirreforma Eleitoral de 2015), com o fim de promover reforma no ordenamento político-eleitoral. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13488.htm.

Lei n. 13.587. (2018, 02 de janeiro). Estima a receita e fixa a despesa da União para o exercício financeiro de 2018. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/L13587.htm.

Mackinlay, A.C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35 (1), 13-39.

Mahon, J.F. (1989). Corporate political strategy. *Business in the Contemporary World*, 2, 50-62.

Mancuso, W. P. & Speck, B. W. (2015). Financiamento empresarial na eleição para deputado federal (2002-2010): determinantes e consequências. *Revista Teoria & Sociedade*, 23(2), 103-125.

Martinez, A. L. & Silva, R. F. (2017). Agressividade fiscal e o custo de capital de terceiros no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 240-251.

Martinez, A. L. & Lopez, M. D. (2015). Agressividade fiscal entre companhias controladoras e controladas. *Revista da Receita Federal*, 2(1), 344-362.

McDonnell M-H., & Werner, T. (2014) Blacklisted benefac-tors: the political contestation of non-market strategy. Working paper, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA.

Mintzberg, H. (1998). Safari de Estratégia, Porto Alegre: Bookman.

Nassmacher, K. H. (2003), Political Parties, Funding and Democracy. Funding of Political Parties and Election Campaigns. (pp. 1-19). Stockholm, SW: IDEA.

Ohman, M. (2015). Entendendo o sistema de financiamento político. In: Faguera, E., Jones, S., & Ohman, M. (Org.) Financiamento de partidos políticos e campanhas eleitorais: um manual sobre financiamento político. Rio de Janeiro, RJ: FGV Editora.

Ovtchinnikov, A., & Pantaleoni, E. (2012). Individual political contributions and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 105(2), 367-392.

Pearce, J. (2001). Organization and management in the embrace of government. New Jersey: LEA.

Porter, M. E. (1996). What is Strategy? *Harvard Business Review*, 74 (6), 61-78.

Porter, M. E. (2009). Competição. São Paulo, SP: Campus.

Reis, B.P.W.; Ferreira, L.M.; & Fialho, F.M. (2011). Reforma política e financiamento de campanhas: anotações para uma taxonomia do financiamento eleitoral. In 35º Encontro da Anpocs, Caxambu, MG.

Resolução n. 23.376. (2012, 01 de março). Dispõe sobre a arrecadação e os gastos de recursos por partidos políticos, candidatos e comitês financeiros e, ainda, sobre a prestação de contas nas eleições de 2012. Recuperado de http://www.tse.jus.br/legislacao-tse/res/2012/RES233762012.htm.

Rodrigues, M. R. A., Torres, M. C. S., Filho J. M., & Lobato, D. M. (2009). Estratégia de empresas. Rio de Janeiro, RJ: FGV.

Rubio, D. (2005). Financiamento de partidos e campanhas: *fundos públicos versus fundos privados.* São Paulo: Novos Estudos CEBRAP.

Sanseverino, A. (2012). Financiamento de campanha eleitoral – entre o público e o privado. In A. Ramos (Org.), *Temas de Direito Eleitoral no século XXI* (pp. 251-270). Brasília, Brasil: Escola Superior do Ministério Público da União: 2012.

Santano, A. C. (2014) O financiamento da política: Teoria geral e experiências no direito comparado. Curitiba, PR: Íthala.

Santano, A. C. (2015). O financiamento público da política dentro da reforma política brasileira: um elemento para o desenvolvimento e consolidação da democracia? In: Longo, A. C. F. (Org.). Direitos políticos, cidadania e sistemas eleitorais (pp. 66). Brasília, DF: Instituto Brasileiro de Direito público.

Sarmento, D.; & Osorio, A. (2014) Eleição, dinheiro e democracia: a ADI 4.650 e o modelo brasileiro de financiamento de campanhas eleitorais. *Direitos Fundamentais & Justiça*, 8 (26), 15-38.

Sapienza, P. (2004). The effects of government ownership on bank lending. *Journal of Financial Economics*, 72(2), 357-384.

Schiehll, E. (1996). O efeito da divulgação das demonstrações financeiras no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre a variação no preço das ações. (Dissertação de mestrado em Administração, Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul). Recuperado de www.lume.ufrgs.br.

Shailer, G., & Wang, K. (2015). Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations. *Emerging Markets Review*, 22(C), 1-17.

Silva, B. F., & Cervi, E. U. (2017) Padrões de financiamento eleitoral no Brasil: as receitas de postulantes à Câmara dos Deputados em 2010 e 2014. *Revista Brasileira de Cinência Política*, 23, 75-110.

Soares, R. O., Rostagno, L. M., & Soares, K. T. (2002). Estudo de Evento: O Método e as Formas de Cálculo do Retorno Anormal. Trabalho apresentado no XXVI ENANPAD, Salvador, BA.

Speck, B. W. (2010) Objetivos e estratégias do setor privado no financiamento das campanhas eleitorais: um modelo de análise baseado em dados da campanha eleitoral no Brasil em 2010. In: Whatever Happened To North-South? São Paulo, SP: IPSA-ECPR.

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

Tahoun, A. (2014). The role of stock ownership by US members of Congress on the market for political favors. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 86-110.

Thompson, A. A., Strickland, A. J., & Gamble, J. E. (2008). Administração Estratégica. São Paulo, SP: McGraw-Hil.

Tonial, R., & Oliveira, E. S. (2014). Os modelos de financiamento de campanha eleitoral e o contexto político-cultural brasileiro. *Direito & Justiça*, 40 (1), 106-119.

Wooldridge, J. (2010) Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data, 2nd ed. MIT.

Zovatto, D. (2005). Financiamento dos Partidos e Campanhas Eleitorais na América Latina: Uma análise comparada. In: Opinião Pública (pp. 287-336), Campinas, SP.

APÊNDICE

Tabela 14 – Resultados da regressão do modelo (7) sem a JBS

Variáveis	CARJ1	CARJ2	CARJ3	CARJ4
LN_Doação	0,001*	0,000	0,000	0,002
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,002)
ROA	0,000	0,011	-0,035	0,001***
	(0,000)	(0,027)	(0,022)	(0,000)
Tam	0,001	0,002	-0,002	0,002
	(0,001)	(0,001)	(0,004)	(0,003)
Endiv	-0,001***	-0,000	0,003*	0,001
	(0,000)	(0,002)	(0,002)	(0,001)
Intercepto	-0,021*	-0,047	0,030	-0,030
	(0,011)	(0,054)	(0,061)	(0,042)
Nº de Observações	220	220	200	200
Nº de Empresas	189	189	189	189
Nº de Empresas Doadoras	49	49	49	68
R-quadrado	0,190	0,051	0,188	0,132
Estatística F	5,18	3,32	1,06	210,12
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,391	0,132
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. Para as janelas de evento J1 a J3 foram consideradas apenas as doações efetuadas na campanha de 2010 e para J4 a soma das doações efetuadas nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014. Erros-padrão assintoticamente robustos a formas arbitrárias de heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Tabela 15 – Resultados da regressão do modelo (8) sem a JBS

Variáveis	CARJ1	CARJ2	CARJ3	CARJ4
LN_Eleito	0,001*	0,000	0,000	0,002
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,002)
LN_NãoEleito	0,000	-0,000	-0,000	-0,000
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,003)
ROA	0,000	0,012	-0,035	0,001***
	(0,000)	(0,027)	(0,022)	(0,000)
Tam	0,001	0,002	-0,002	0,002
	(0,001)	(0,003)	(0,004)	(0,003)
Endiv	-0,001***	-0,000	0,003*	0,000
	(0,001)	(0,002)	(0,002)	(0,001)
Intercepto	-0,021*	-0,047	0,030	-0,031
	(0,011)	(0,054)	(0,061)	(0,043)
Nº de Observações	220	220	200	200
Nº de Empresas	189	189	189	189
Nº de Empresas Doadoras	49	49	49	68
R-quadrado	0,190	0,052	0,188	0,132
Estatística F	4,97	3,15	1,06	207,96
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,400	0,000
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. Para as janelas de evento J1 a J3 foram consideradas apenas as doações efetuadas na campanha de 2010 e para J4 a soma das doações efetuadas nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014. Erros-padrão assintoticamente robustos a formas arbitrárias de heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Tabela 16 – Resultados da regressão do modelo (9) sem a JBS

Variáveis	CARJ1	CARJ2	CARJ3	CARJ4
LN_Base	0,002**	-0,001	0,000	0,002
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,002)
LN_Oposição	0,000	0,001	-0,001	0,000
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,002)
ROA	0,000	0,012	-0,035	0,001***
	(0,000)	(0,027)	(0,022)	(0,000)
Tam	0,001	0,002	-0,002	0,002
	(0,001)	(0,003)	(0,004)	(0,003)
Endiv	-0,001***	-0,000	0,003*	0,000
	(0,000)	(0,002)	(0,002)	(0,001)
Intercepto	-0,021*	-0,048	0,030	-0,027
	(0,011)	(0,054)	(0,061)	(0,044)
Nº de Observações	220	220	200	200
Nº de Empresas	189	189	189	189
Nº de Empresas Doadoras	49	49	49	68
R-quadrado	0,204	0,054	0,188	0,130
Estatística F	5,49	4,45	1,05	130,54
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,406	0,000
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. Para as janelas de evento J1 a J3 foram consideradas apenas as doações efetuadas na campanha de 2010 e para J4 a soma das doações efetuadas nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014. Erros-padrão assintoticamente robustos a formas arbitrárias de heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Tabela 17 – Resultados das regressões (10) a (12) de Dados em Painel do BNDES sem a JBS

	BNDES		
Variáveis	Modelo (10)	Modelo (11)	Modelo (12)
LN_Doação	0,099***		
	(0,035)		
LN_Eleito		0,100**	
		(0,040)	
LN_NãoEleito		-0,001	
		(0,071)	
LN_Base			0,074*
			(0,039)
LN_Oposição			0,043
			(0,038)
ROA	0,006	0,006	0,005
	(0,007)	(0,006)	(0,007)
Tam	0,407***	0,408***	0,394***
	(0,088)	(0,087)	(0,088)
Endiv	0,027**	0,027**	0,025*
	(0,014)	(0,013)	(0,013)
MB	0,002	0,002	0,002
	(0,002)	(0,002)	(0,002)
Intercepto	-5,187***	-5,198***	-4,964***
	(1,155)	(1,137)	(1,157)
Nº de Observações	2.383	2.383	2.383
Nº de Empresas	311	311	311
Nº de Empresas Doadoras	90	90	90
R-quadrado	0,120	0,120	0,121
Estatística F	3,97	3,82	3,80
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,000
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. As variáveis de doação consideram a soma dos montantes financeiros doados nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014, sendo elas fixas no tempo, e as demais variáveis possuem dados de 2010 a 2017. Erros-padrão são estimados com dados agrupados por empresa e são assintoticamente robustos a formas arbitrárias de autocorrelação e heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Tabela 19 – Resultados das regressões (13) a (15) de DiD da variável BNDES sem a JBS

	BNDES		
Variáveis	Modelo (13)	Modelo (14)	Modelo (15)
D	1.765**		
	(0.791)		
LN_Eleito		0.188***	
		(0.0710)	
LN_Base			0.255***
			(0.0808)
ADI	-1.334***	-1.355***	-1.352***
	(0.400)	(0.394)	(0.391)
ADI_D	0.240		
	(0.828)		
ADI_LNEleito		0.0254	
		(0.0676)	
ADI_LNBase			0.0299
			(0.0749)
ROA	0.00936***	0.00938***	0.00901***
	(0.00308)	(0.00307)	(0.00300)
Tam	0.462***	0.450***	0.435***
	(0.0944)	(0.0927)	(0.0911)
Endiv	0.0296*	0.0301*	0.0278*
	(0.0169)	(0.0169)	(0.0163)
MB	0.00304	0.00344	0.00322
	(0.00262)	(0.00270)	(0.00266)
t	0.0625	0.0803	0.0927
	(0.0708)	(0.0704)	(0.0718)
D_t	-0.197		
	(0.177)		
LN_Eleito_t		-0.0212	
		(0.0207)	
LN_Base_t			0.0205
			(0.0195)
Intercepto	0.281	0.278	0.244
	(0.723)	(0.718)	(0.689)
Nº de Observações	2,383	2,383	2,383
Nº de Empresas	311	311	311
Nº de Empresas Doadoras	90	90	90
R-quadrado	0.056	0.061	0.067
Estatística F	5,59	5,68	5,91
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,000

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. As variáveis de doação consideram a soma dos montantes financeiros doados nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014, sendo elas fixas no tempo, e as demais variáveis possuem dados de 2010 a 2017. Erros-padrão são estimados com dados agrupados por empresa e são assintoticamente robustos a formas arbitrárias de autocorrelação e heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente

Tabela 18 – Resultados das regressões (10) a (12) de Dados em Painel de BTD e ETR sem a JBS

	BTD			ETR		
Variáveis	Modelo (10)	Modelo (11)	Modelo (12)	Modelo (10)	Modelo (11)	Modelo (12)
LN_Doação	0,004			-0,057**		
	(0,008)			(0,028)		
LN_Eleito		0,010			-0,101**	
		(0,013)			(0,044)	
LN_NãoEleito		-0,016			0,119*	
		(0,016)			(0,066)	
LN_Base			-0,001			0,003
			(0,005)			(0,024)
LN_Oposição			0,005			-0,057*
			(0,006)			(0,031)
ROA	0,779***	0,779***	0,779***	0,437	0,435	0,437
	(0,294)	(0,294)	(0,294)	(0,603)	(0,603)	(0,603)
Tam	0,0613	0,0658	0,0613	-0,311	-0,345	-0,313
	(0,0497)	(0,0532)	(0,0500)	(0,248)	(0,264)	(0,251)
Endiv	0,0397	0,0404	0,0396	-0,140	-0,145	-0,139
	(0,050)	(0,050)	(0,050)	(0,104)	(0,105)	(0,104)
MB	-0,010	-0,010	-0,010	0,071***	0,071***	0,072***
	(0,009)	(0,009)	(0,009)	(0,017)	(0,017)	(0,017)
Intercepto	-0,915	-0,986	-0,915	6,415	6,944*	6,413
	(0,716)	(0,772)	(0,719)	(3,950)	(4,203)	(3,982)
Nº de Observações	2.383	2.383	2.383	2.383	2.383	2.383
Nº de Empresas	311	311	311	311	311	311
Nº de Empresas Doadoras	90	90	90	90	90	90
R-quadrado	0,430	0,430	0,430	0,041	0,042	0,041
Estatística F	10,00	9,22	9,50	3,06	3,05	2,87
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. As variáveis de doação consideram a soma dos montantes financeiros doados nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014, sendo elas fixas no tempo, e as demais variáveis possuem dados de 2010 a 2017. Erros-padrão são estimados com dados agrupados por empresa e são assintoticamente robustos a formas arbitrárias de autocorrelação e heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Tabela 20 – Resultados das regressões (13) a (15) de DiD das variáveis BTD e ETR sem a JBS

	BNDES			ETR		
Variáveis	Modelo (13)	Modelo (13)	Modelo (13)	Modelo (13)	Modelo (13)	Modelo (13)
D	-0,648			1,141		
	(0,611)			(1,321)		
LN_Eleito		-0,051			0,094	
		(0,048)			(0,104)	
LN_Base			-0,049			0,084
			(0,045)			(0,099)
ADI	1,279	1,250	1,162	-2,357	-2,305	-2,134
	(1,275)	(1,246)	(1,160)	(2,844)	(2,781)	(2,589)
ADI_D	-1,278			2,457		
	(1,274)			(2,846)		
ADI_LNEleito		-0,100			0,193	
		(0,100)			(0,222)	
ADI_LNBase			-0,093			0,181
			(0,093)			(0,209)
ROA	0,777***	0,777***	0,777***	0,462	0,463	0,463
	(0,294)	(0,294)	(0,294)	(0,587)	(0,587)	(0,587)
Tam	0,024	0,023	0,022	-0,261	-0,255	-0,250
	(0,026)	(0,026)	(0,026)	(0,218)	(0,217)	(0,217)
Endiv	0,032	0,032	0,032	-0,140*	-0,138*	-0,135
	(0,039)	(0,039)	(0,038)	(0,084)	(0,083)	(0,083)
MB	-0,010	-0,010	-0,010	0,070***	0,070***	0,070***
	(0,010)	(0,010)	(0,010)	(0,017)	(0,017)	(0,017)
t	-0,284	-0,278	-0,259	0,728	0,712	0,659
	(0,266)	(0,260)	(0,242)	(0,569)	(0,557)	(0,518)
D_t	0,281			-0,699		
	(0,265)			(0,564)		
LN_Eleito_t		0,022			-0,055	
		(0,021)			(0,044)	
LN_Base_t			0,021			-0,049
			(0,0195)			(0,041)
Constant	0,281	0,278	0,244	2,904	2,822	2,854
	(0,723)	(0,718)	(0,689)	(3,187)	(3,161)	(3,139)
Nº de Observações	2.383	2.383	2.383	2.383	2.383	2.383
Nº de Empresas	311	311	311	311	311	311
Nº de Empresas Doadoras	90	90	90	90	90	90
R-quadrado	0,424	0,424	0,424	0,037	0,037	0,036
Estatística F	99,80	100,50	100,23	3,60	3,67	4,18
Estatística F (p-valor)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Nota: Esta tabela apresenta os resultados de estimações das equações por mínimos quadrados ordinário (MQO). A definição das variáveis é apresentada no Quadro2. As variáveis de doação consideram a soma dos montantes financeiros doados nos pleitos eleitorais de 2010 e 2014, sendo elas fixas no tempo, e as demais variáveis possuem dados de 2010 a 2017. Erros-padrão são estimados com dados agrupados por empresa e são assintoticamente robustos a formas arbitrárias de autocorrelação e heteroscedasticidade, reportadas entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.