

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

INFLUÊNCIA DA INCERTEZA POLÍTICA E DAS CONEXÕES POLÍTICAS NAS  
DECISÕES DE INVESTIMENTO CORPORATIVO

ULISSES REZENDE SILVA

São Paulo

2020

Prof. Dr. Vahan Agopyan

Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Fábio Frezatti

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Moacir de Miranda Oliveira Junior

Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

ULISSES REZENDE SILVA

INFLUÊNCIA DA INCERTEZA POLÍTICA E DAS CONEXÕES POLÍTICAS NAS  
DECISÕES DE INVESTIMENTO CORPORATIVO

Tese apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Ciências.

Área de concentração: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo

Versão Corrigida

São Paulo

2020

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo na Publicação (CIP)  
Ficha Catalográfica com dados inseridos pelo autor

Silva, Ulisses Rezende.

Influência da incerteza política e das conexões políticas nas decisões de investimento corporativo / Ulisses Rezende Silva. - São Paulo, 2020.  
57 p.

Tese (Doutorado) - Universidade de São Paulo, 2020.  
Orientador: Eduardo Kazuo Kayo.

1. Investimentos. 2. Incerteza política. 3. Conexão política. I.  
Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

## **DEDICATÓRIA**

Para Simone Spin e meus pais, Vitor e Maria de Lourdes.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA), seu corpo docente, e à Universidade de São Paulo (USP) pelas oportunidades oferecidas ao longo da minha vida e por me permitirem desenvolver este trabalho.

Agradeço à Simone Spin pelo amor, apoio, incentivo e fé.

Agradeço ao Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo pelos ensinamentos, orientações e compreensão.

Agradeço aos colegas do Programa de Pós-Graduação em Administração pelos aprendizados e pela enorme dedicação à pesquisa e ensino.

Agradeço à FGV EAESP pelo oferecimento de sua biblioteca e bases de dados tão utilizadas nos finais de semana de estudo.

Agradeço a todos que incentivaram a conclusão desta pesquisa.

## RESUMO

SILVA, U. R. (2020). **Influência da incerteza política e das conexões políticas nas decisões de investimento corporativo.** (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Neste estudo, avaliamos o comportamento das decisões de investimento de empresas brasileiras de capital aberto em períodos de eleições gerais. No Brasil, essas eleições são realizadas em datas fixas, portanto, caracterizam um evento exógeno que aumenta a incerteza política devido à imprevisibilidade sobre os candidatos que serão eleitos e suas ações durante o governo. A partir de dados em painel, avaliamos o impacto dessa incerteza sobre as políticas de investimentos nos ciclos eleitorais de 1998 a 2018. Concluímos que nesses períodos, ocorrem reduções nas taxas de investimento devido ao aumento da incerteza política e que eleições competitivas, ou seja, aquelas ainda mais imprevisíveis, geram uma redução maior das taxas de investimento. Nos anos pós-eleição, identificamos um aumento médio das taxas de investimento, o que pode ter origem na redução dessa incerteza política. Por fim, utilizamos o banco de dados de doações para campanhas eleitorais para estabelecer a formação de conexões políticas entre as empresas e os candidatos. A partir disso, investigamos se empresas politicamente conectadas aumentam seus investimentos nos anos eleitorais para favorecer os candidatos apoiados, ou se aumentam os investimentos devido a menor incerteza política gerada pela conexão. Verificamos que empresas politicamente conectadas ao partido do candidato eleito à presidência também reduzem seus investimentos. Nesse sentido, concluímos que o principal apoio oferecido para os candidatos na eleição, ou reeleição, são as próprias doações realizadas para patrocinar a campanha eleitoral. Essa tese contribui para as pesquisas relacionadas à avaliação dos impactos da incerteza, especialmente a política, sobre as decisões financeiras e para a literatura relacionada a influência das conexões políticas sobre essas decisões. Essa pesquisa inova ao utilizar uma variável instrumental ainda não explorada, como canal exógeno pelo qual é possível eliminar o problema da endogeneidade relacionado ao aumento da incerteza política e, por avaliar se as empresas politicamente conectadas, por meio de doações políticas, alteram suas decisões de investimento em períodos eleitorais.

**Palavras-chave:** investimento, incerteza política, conexão política

Classificação JEL D72, D80, G18, G31, G38

## ABSTRACT

SILVA, U. R. (2020). **Influence of the political uncertainty and political connections on corporate investments decisions.** (Doctoral Thesis). Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

In this study, we evaluated the behavior of the investment decisions of Brazilian public companies in periods of presidential elections. The elections are exogenous events, because they occur in fixed dates, that increases political uncertainty due to the unpredictability of the candidates elected and their actions during the government. Based on panel data and with support of instrumental variables to address causality, we analyzed the impact of uncertainty on investment policies during the electoral cycles from 1998 to 2018. We identified a reduction in investment rates due to the increase of the political uncertainty during the elections years, and that competitive elections, those even more unpredictable, generated an even greater reduction in investment rates. The reduction of political uncertainty in the first and second years after the elections, favor the increasing in the investment rates. Finally, we used donations to electoral campaigns to stablish the existence of a political connection between companies and candidates. Thereafter, we investigated whether politically connected companies increased their investments in election years to favor supported candidates, or they increased investments due to less political uncertainty generated by the connection. We found that companies politically connected to the presidential candidate's party also reduce their investments. Thereby, we concluded, that the main support granted to the candidate`s election or reelection is the donation itself. This thesis contributes to research`s related to the evaluation of the impacts of uncertainty, especially political uncertainty, on financial decisions and to the literature related to the influence of political connections on companies' financial decisions, especially on issues related to the exchange of favors. This research innovates by using an instrumental variable, not yet explored, to identify the increase in political uncertainty and, by assessing whether politically connected companies, through political donations, change their investment decisions in electoral periods.

**Keywords:** investment, political uncertainty, political connection

JEL classification: D72, D80, G18, G31, G38

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Taxa de desaprovação do presidente em exercício no ano eleitoral .....	34
Figura 2 – Comportamento da taxa de investimentos de acordo com o tipo de conexão política .....	44

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resultados das eleições gerais no Brasil para o período de 1989 a 2018.....	32
Tabela 2 – Estatísticas descritivas da amostra.....	38
Tabela 3 – Investimentos corporativos em períodos eleitorais.....	40
Tabela 4 – Investimentos corporativos em períodos eleitorais de maior incerteza política .....	41
Tabela 5 – Primeiro estágio da variável instrumental .....	41
Tabela 6 – Segundo estágio da variável instrumental .....	42
Tabela 7 – Redução da incerteza política após as eleições.....	43
Tabela 8 – Estatísticas descritivas das doações eleitorais .....	45
Tabela 9 – Influência das conexões políticas nos investimentos, exclusão das empresas conectadas.....	46
Tabela 10 – Influência das conexões políticas nos investimentos, conexões com o PT. ....	47
Tabela 11 – Influência das conexões políticas nos investimentos, conexões com o PSDB.....	47
Tabela 12 – Influência das conexões políticas nos investimentos, conexões <i>Hedge</i> . ....	48
Tabela 13 – Efeito da conexão política ao partido do presidente eleito após a eleição (PT) ...	49
Tabela 14 – Efeito da conexão política ao partido do segundo colocado à presidência (PSDB) .....	49
Tabela 15 – Efeito da conexão política para ambos os partidos após a eleição (Hedge) .....	50

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
1.1. Problema de pesquisa e objetivos .....	15
1.2. Justificativa da pesquisa e contribuições da pesquisa .....	16
1.3. Hipótese de pesquisa .....	17
1.4. Estrutura da tese.....	17
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>19</b>
2.1. Política de investimentos corporativos .....	19
2.2. Impacto da incerteza política sobre as decisões de investimento corporativo .....	20
2.3. Ciclo político econômico.....	22
2.4. Conexões políticas.....	22
2.4.1. Tipos de conexões políticas .....	23
2.4.2. Benefícios das conexões políticas.....	24
2.4.3. Contrapartidas das conexões políticas .....	25
<b>3. METODOLOGIA.....</b>	<b>28</b>
3.1. Amostra e dados .....	28
3.2. Especificação dos modelos de estimação .....	30
3.2.1. Hipótese da incerteza política .....	30
3.2.2. Aumento da incerteza em períodos eleitorais .....	31
3.2.3. Estratégia de identificação com a utilização de variáveis instrumentais .....	33
3.2.4. Redução da incerteza política após as eleições.....	35
3.2.5. Hipótese da influência das conexões políticas.....	35
<b>4. ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>37</b>
4.1. Estatística descritiva .....	37
4.2. Resultado das regressões múltiplas .....	38
4.2.1. Investimentos corporativos em períodos eleitorais.....	39
4.2.2. Investimentos corporativos em eleições de maior incerteza política.....	40
4.2.3. Investimentos corporativos após o ano eleitoral.....	42
4.2.4. Efeitos das conexões políticas sobre os investimentos em anos eleitorais .....	43
4.2.5. Efeitos das conexões políticas sobre os investimentos após os anos eleitorais .....	48
<b>5. CONCLUSÃO.....</b>	<b>51</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>53</b>



## 1. INTRODUÇÃO

Alterações no comportamento de investimentos corporativos tem sido associadas ao aumento da incerteza política, fenômeno acentuado em períodos eleitorais (Baker, Bloom e Davis, 2016; Brandon e Youngsuk, 2012; Gulen e Ion, 2016; Jens, 2017). As eleições gerais no Brasil são realizadas a cada quatro anos, no primeiro domingo do mês de outubro<sup>1</sup>, o que caracteriza uma fonte exógena de incerteza política (Jens, 2017). Nesse evento, são eleitos o presidente da República, governadores dos estados, senadores, deputados federais, deputados estaduais e deputados do distrito federal. Assim, com exceção dos prefeitos municipais, vereadores e parte do corpo de senadores<sup>2</sup>, existe a possibilidade de uma completa renovação do quadro político brasileiro. Portanto, a análise das políticas corporativas de empresas de capital aberto brasileiras nesse cenário mostra-se propícia.

As motivações e fatores que influenciam as decisões de investimento das empresas permanecem um tema de grande relevância em finanças corporativas. Em um cenário sem fricções proposto por Modigliani e Miller (1958), essas decisões seriam direcionadas apenas pelas oportunidades de investimento mensuradas pelo Q de Tobin (1969). Fora desse cenário ideal, verifica-se que as decisões de investimento são influenciadas por fricções, como a assimetria de informações e problemas de agência. Essas assimetrias implicam subinvestimentos relacionados a problemas de seleção adversa e sobreinvestimentos relacionados a construção de impérios (Chen, Sun, Tang e Wu, 2011).

Bernanke (1983) justifica a realização ou suspensão de um investimento em um cenário de irreversibilidade em que as informações chegam ao longo do tempo. O investimento deverá ser realizado nos casos em que os custos de espera por novas informações excedam a expectativa de valor agregado pela redução da incerteza. Em momentos de incerteza política, como nas eleições gerais, uma empresa poderá suspender seus investimentos devido à incerteza sobre as políticas que serão adotadas, por exemplo, pelo novo presidente. Contudo, caso a incerteza seja baixa, ela poderá realizar seus investimentos, dada a previsibilidade de ações desse governante. Jens (2017), Julio e Yook (2012) identificaram a ocorrência de ciclos de investimento corporativo correspondentes aos períodos eleitorais. Julio e Yook (2012) mostram que nos períodos eleitorais foi identificada a redução média dos investimentos em 4,8% em

---

<sup>1</sup> A data é definida pelo artigo 77 da Constituição Federal de 1988. No caso de segundo turno, as eleições serão realizadas no último domingo de outubro.

<sup>2</sup> As eleições são quadrienais, porém, alternadamente são renovadas um terço das vagas (27 senadores) e dois terços das vagas (54 senadores).

relação a anos não eleitorais. Essa redução foi atribuída a incerteza política gerada pela possibilidade de alterações na regulamentação da indústria, política monetária e comercial, tributação, e em casos mais extremos, a possível expropriação ou nacionalização de empresas privadas. Outras explicações possíveis para essa alteração, são os ciclos políticos induzidos por eleições e o valor das conexões políticas. Nos ciclos políticos, candidatos em busca da reeleição podem tentar aumentar a atividade econômica alterando instrumentos macroeconômicos, o que melhoraria sua imagem frente aos eleitores no curto prazo aumentando suas chances de reeleição. Na hipótese do valor das conexões políticas, os candidatos poderiam contar com o apoio de empresas politicamente conectadas que teriam o objetivo de mantê-los no poder no próximo ciclo eleitoral mantendo assim seus benefícios.

A evidência científica mostra a existência de uma troca de benefícios entre empresas e políticos na ocorrência dessa conexão. Como benefícios para as empresas verifica-se a geração de valor (Fisman, 2001; Faccio, M., Masulis, R. W. e McConnell, 2006; Claessens, Feijen, e Laeven, 2008), acesso preferencial ao crédito bancário (Claessens, Feijen, e Laeven, 2008) e ainda benefícios potenciais, como tributações mais brandas, tratamento preferencial na disputa de contratos governamentais, supervisão regulatória mais branda para a empresa conectada ou mais rigorosa para os concorrentes (Faccio, et al. 2006). As contrapartidas desses benefícios para os políticos incluem a geração de empregos em áreas de interesse político (Bertrand, Kramarz, Schoar e Thesmar, 2007), auxílio para o atingimento de objetivos sociais e políticos do governo (Chen, Sun, Tang e Wu, 2011) e as doações em campanhas eleitorais<sup>3</sup>. No Brasil, as pessoas jurídicas podiam doar para campanhas eleitorais até 2% do seu faturamento bruto referente ao exercício financeiro do ano anterior à eleição (Lei Nº 9.504/1997).

Além das conexões diretas existentes entre empresas e políticos, a influência do governo sobre as decisões corporativas também pode ocorrer pelo uso de outras empresas sob sua influencia. Carvalho (2014) identificou esse comportamento ao verificar que empresas de manufatura brasileiras apoiadas por crédito de bancos públicos migravam vagas de emprego de áreas de baixo interesse político para áreas de grande interesse político em períodos eleitorais. Dessa maneira, expande-se o nível de emprego local melhorando a imagem do candidato apoiado pela empresa.

A evidência internacional demonstra que a incerteza política gerada no período pré-eleitoral justifica a ocorrência de ciclos de investimento relacionados às eleições. De maneira

---

<sup>3</sup> As doações para campanhas eleitorais por pessoas jurídicas no Brasil foram aprovadas pela Lei das Eleições (Lei nº 9.504/1997). A partir da Reforma Eleitoral (Lei nº 13.165/2015) essas doações foram proibidas (TSE, 2016)

semelhante, a presença de conexões políticas em empresas brasileiras também demonstra potencial explicativo para a ocorrência desses ciclos, ou ao menos, alguma influência sobre essa e outras políticas corporativas no período eleitoral.

Essa tese contribui para a literatura relacionada à avaliação dos impactos da incerteza, especialmente a política, sobre as decisões financeiras (An et al., 2016; Bernanke, 1983; Gulen e Ion, 2016; Jens, 2017; Julio e Yook, 2012) e também para as pesquisas relacionadas à influência das conexões políticas sobre essas decisões, especialmente em temas relacionados à troca de favores (Bertrand et al., 2007; Carvalho, 2014; S. Chen et al., 2011; Claessens et al., 2008; Faccio, 2006, 2010; Fisman, 2001; Goldman et al., 2009).

Nossos resultados sugerem que períodos eleitorais apresentam um aumento na incerteza política que influencia negativamente as decisões de investimentos das empresas. Em eleições comuns, identificamos uma redução nos investimentos de 0,46%. Essa redução aumenta para 1,75% em eleições caracterizadas como mais disputadas, ou seja, aquelas em que a diferença de votos entre o primeiro e o segundo colocados ao cargo de presidente é menor. Para solucionar problemas de endogenia no aumento de incerteza política, utilizamos a abordagem de variável instrumental. Nosso instrumento foi a taxa de desaprovação do presidente em exercício no ano eleitoral. Verificamos com essa abordagem, uma redução ainda maior das taxas de investimento, atingindo 2,73%. Avaliamos também como se comportavam os investimentos de empresas politicamente conectadas nos períodos eleitorais. Apesar da expectativa de que essas empresas aumentariam seus investimentos para melhorar a imagem dos candidatos por elas apoiados, ou então, por terem menor incerteza devido a existência da conexão, não identificamos aumento. Nesse sentido, concluímos que o principal apoio oferecido pelas empresas aos candidatos são as próprias doações em campanhas eleitorais.

Nossas principais contribuições incluem a utilização da taxa de desaprovação do presidente em exercício como variável instrumental para a identificação do aumento da incerteza política e a avaliação das decisões de investimento de empresas politicamente conectadas em períodos eleitorais.

### **1.1. Problema de pesquisa e objetivos**

Esta tese irá responder ao seguinte problema de pesquisa: As políticas de investimento de empresas de capital aberto brasileiras são caracterizadas pela existência de ciclos de investimento corporativos próximos aos períodos eleitorais?

O objetivo geral da pesquisa é apresentar evidências da ocorrência de ciclos de investimento em períodos eleitorais.

A partir deste objetivo geral foram construídos os seguintes objetivos específicos:

- 1 analisar o comportamento das decisões de investimento das empresas de capital aberto brasileiras no ano eleitoral e pós-eleitoral;
- 2 avaliar se empresas politicamente conectadas apresentam decisões de investimento diferentes das não conectadas no período eleitoral e pós-eleitoral.

## **1.2. Justificativa da pesquisa e contribuições da pesquisa**

Períodos eleitorais são caracterizados por um aumento da incerteza política que pode afetar as decisões financeiras das empresas. No Brasil, as eleições gerais oferecem a oportunidade de uma renovação política significativa, visto que, são eleitos o presidente, senadores, deputados e governadores. O caráter exógeno desse evento, aliado ao aumento da incerteza devido a possibilidade de mudanças relevantes no quadro político do país, oferecem uma boa oportunidade de pesquisa sobre o comportamento das decisões de investimento das empresas. Outro ponto de interesse refere-se ao comportamento de investimento no período eleitoral das empresas politicamente conectadas. Essas empresas poderiam aumentar seus investimentos com o objetivo de melhorar a imagem dos candidatos apoiados, ou, poderiam aumentar seus investimentos devido à redução da incerteza gerada pela criação desse laço político.

Essa tese contribui para as pesquisas relacionadas à avaliação dos impactos da incerteza, especialmente a política, sobre as decisões financeiras e também para pesquisas relacionadas a influência das conexões políticas sobre as decisões de investimento. Além disso, inovamos ao utilizar uma nova variável instrumental como canal exógeno pelo qual foi possível eliminar a endogeneidade relacionada ao aumento da incerteza política e, por avaliar se as empresas politicamente conectadas alteram suas decisões de investimento em períodos eleitorais.

### **1.3. Hipótese de pesquisa**

Neste estudo, pretende-se apresentar evidências de que os períodos eleitorais afetam as decisões corporativas das empresas de capital aberto brasileiras. As hipóteses de pesquisa foram fundamentadas nos estudos apresentados, que em resumo mostram que:

1. Períodos eleitorais são caracterizados pela ocorrência de ciclos de investimento corporativos relacionados a incerteza política (An, Chen, Luo, e Zhang, 2016; Bloom, Van Reenen, e Bond, 2006; Gulen e Ion, 2016; Jens, 2017; Julio e Yook, 2012);
2. Empresas politicamente conectadas alteram suas políticas de investimento com o objetivo de auxiliar a reeleição de políticos aliados mantendo, assim, os benefícios oriundos dessa conexão (Bertrand, Kramarz, Schoar e Thesmar, 2007; Claessens et al. 2008; Faccio, 2006; Fisman, 2001);

Com base nessas evidências pretende-se testar as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1 – a taxa de investimentos é reduzida em anos eleitorais devido ao efeito da incerteza política;

H2 – a taxa de investimentos sofre maior redução em anos eleitorais com maior incerteza política;

H3 - a taxa de investimentos aumenta no ano posterior as eleições devido a redução da incerteza política;

H4 – empresas politicamente conectadas ao partido do presidente eleito apresentam aumento na taxa de investimentos em anos eleitorais;

H5 – empresas politicamente conectadas ao partido do presidente eleito apresentam aumento na taxa de investimentos após o ano eleitoral;

### **1.4. Estrutura da tese**

Esta tese foi estruturada em 5 capítulos diferentes. No capítulo 1 foi realizada a introdução ao tema de pesquisa e apresentados o problema de pesquisa e as hipóteses a serem testadas. No capítulo 2 foi desenvolvido o referencial teórico com a apresentação dos principais tópicos relacionados as decisões de investimento, teorias relativas à ocorrência de ciclos de investimentos e conexões políticas. No capítulo 3 foi apresentada a metodologia utilizada para

o atingimento dos objetivos propostos. Portanto, serão apresentadas a amostra, as fontes de dados e os modelos econométricos propostos para testar as hipóteses. No capítulo 4 foram apresentados os resultados da pesquisa. No capítulo 5 foi apresentada a conclusão.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. Política de investimentos corporativos

Os direcionadores das políticas de investimento corporativo permanecem um tema atual em finanças corporativas pela contínua identificação de novos elementos que influenciam essas decisões.

Em suas origens a política de investimento foi analisada em um mercado de capitais sem fricções, em que a estrutura de financiamento corporativo era irrelevante e em que os gestores atuavam a favor dos melhores interesses dos acionistas da companhia. Nesse cenário, Modigliani e Miller (1958) apresentaram a capacidade de geração de valor de mercado para as ações de uma companhia como o principal critério para a realização de um investimento em um projeto. Assim, os investimentos de uma empresa deveriam depender exclusivamente da lucratividade de suas oportunidades de investimento como medido pelo Q de Tobin (Stein, 2003).

Estudos posteriores incluem a existência de fricções que distorcem as decisões de investimento das empresas, que apesar de serem abordadas de diferentes maneiras se resumem a assimetria de informação e problemas de agência. Ross (1973) aponta a existência de conflitos de interesse entre agente e principal, o que supõe a existência de direcionadores para os investimentos das empresas que vão além da maximização de valor para o acionista. Nesse sentido, Jensen e Meckling (1976) mostram que os agentes podem buscar objetivos próprios que se diferenciam dos objetivos do principal. Como exemplo dessa divergência de interesses Jensen (1986) discute os conceitos de construção de impérios e sobreinvestimentos, em que a partir do excesso de fluxo de caixa os gestores realizam investimentos para aumentar seu poder na companhia, o que não reflete, necessariamente, em geração de valor para os acionista. Myers e Majluf (1984) mostram problemas de seleção adversa gerada pela assimetria informacional entre gestores da empresa e o mercado de capitais. Nesse caso, os gestores possuem mais informações e para manter o valor de um projeto dentro da companhia preferem o uso de recursos internos e dívida em detrimento do lançamento de ações. Nesse sentido, esse lançamento ocorreria em momentos de sobrevalorização, o que ao ser identificado pelo mercado geraria a queda no preço dos papéis. Portanto, a empresa pode renunciar a projetos valiosos caso dependa de *equity*. Roll (1986) inclui o excesso de confiança como fator de

influência nas políticas de investimento ao apresentar a arrogância (*hubris*) dos gestores como justificativa para o excesso de pagamento em operações de fusão e aquisição.

Malmendier e Tate (2005) mostram que CEOs superestimam os retornos de seus investimentos e são relutantes em lançar *equity* ao perceber as ações como desvalorizadas. Portanto, sob reinvestem quando possuem recursos internos e subinvestem quando são necessários recursos externos.

Outros estudos sugerem que em períodos eleitorais são identificados ciclos de investimento caracterizados pela queda dos investimentos no ano eleitoral e pelo seu aumento após as eleições. As evidências mostram que esses ciclos são causados pela incerteza política no período eleitoral (Gulen e Ion, 2016; Jens, 2017; Julio e Yook, 2012). Contudo, outras hipóteses podem justificar esses ciclos, como a influência das conexões políticas e a ocorrência de ciclos político econômico

## **2.2. Impacto da incerteza política sobre as decisões de investimento corporativo**

A influência das incertezas sobre as decisões de investimento tem sido investigada desde a década de 1970. Os estudos teóricos iniciais realizados por Hartman (1972) e Abel (1983) buscavam compreender os efeitos da incerteza, independentemente da sua fonte de origem, sobre os investimentos. Estas pesquisas analisaram os efeitos do aumento da incerteza sobre os preços de produção e o seu efeito sobre a quantidade de investimentos realizados por empresas competitivas e neutras ao risco. Estes estudos concluíram que o aumento das incertezas levava as empresas competitivas a aumentarem seus investimentos. Estudos empíricos posteriores demonstraram que a incerteza política reduz os investimentos corporativos.

A incerteza pode ser medida de diferentes maneiras, como a dispersão nas previsões de analistas, a volatilidade no retorno das ações, variações nos preços de produção e venda e fundamentos das companhias (Gulen e Ion, 2016). Baker et al. (2016) desenvolveram um índice para mensuração da incerteza política econômica no mercado norte americano. Esse índice foi construído a partir da frequência de artigos publicados nos principais jornais desse país que continham palavras chave específicas, como incerteza, casa branca, congresso, legislação, entre outras. O estudo concluiu que ao nível da firma a incerteza política está relacionada a maior volatilidade dos preços das ações, a redução dos empregos e investimentos em setores sensíveis à política, como defesa, saúde, financeiro, infraestrutura e construção.

Gulen e Ion (2016), identificaram uma forte relação negativa entre os investimentos corporativos ao nível das empresas e a incerteza associada ao futuro político e regulatório. A relação entre a incerteza política e os investimentos corporativos se mostraram mais fortes para empresas com alto nível de irreversibilidade de investimento e que dependiam de gastos do governo.

Jens (2017), Julio e Yook (2012) identificaram ciclos de investimentos corporativo relacionados a períodos eleitorais. Portanto, no ano das eleições havia uma queda nos investimentos seguida de aumentos após as eleições. Julio e Yook (2012) avaliaram a hipótese de que esses ciclos de investimento em períodos eleitorais seriam causados pelo aumento das incertezas. Essas incertezas seriam uma antecipação das possíveis consequências negativas para a empresa devido às alterações indesejadas nas políticas macroeconômicas, tributárias, monetárias ou no ambiente regulatório geral pelo realizadas candidato eleito. Nesse sentido, as empresas prefeririam atrasar seus investimentos até que a incerteza fosse reduzida. No período que antecede as eleições verificou-se uma redução média dos investimentos de 4,8% e um aumento médio no caixa das companhias equivalente a essa porcentagem. Portanto, as empresas decidiriam por atrasar os seus investimentos até que houvesse uma redução no nível de incerteza, o que ocorre no período pós-eleitoral. Apesar de testarem outras hipóteses, os autores concluíram que essa alteração de comportamento de investimentos teria como origem o aumento da incerteza política.

Jens (2017) também verificou a existência de ciclos de investimentos em períodos de eleições para governador no mercado norte-americano. O aumento do nível de incerteza nas eleições também foi apontado como justificativa para a existência do ciclo. O autor verificou no período pré-eleitoral, uma redução de 4,9% nos investimentos de empresas sediadas em estados em período eleitoral em relação a estados que não realizariam eleições. Esse valor seria ainda menor (15%) para as empresas que eram mais suscetíveis a incerteza política. Assim como em Julio e Yook (2012) foi verificado um aumento dos investimentos após as eleições. Esse aumento foi maior em estados em que houve a recondução dos seus governadores.

Apesar da evidência internacional sustentar a hipótese da incerteza política, Julio e Yook (2012) propuseram que esses ciclos de investimento podem originar-se no valor das conexões políticas para as empresas e nos ciclos políticos econômicos.

### **2.3. Ciclo político econômico**

Na hipótese do ciclo político econômico, políticos em exercício manipulariam de maneira oportuna instrumentos macroeconômicos em períodos próximos às eleições com o objetivo de afetar a percepção do eleitor sobre o desempenho econômico do seu mandato, aumentando assim suas chances de reeleição. A possibilidade de reeleição ou manutenção de um partido no poder é uma exigência para que ocorram ciclos políticos econômicos (Alesina, Cohen e Roubini, 1992). No modelo de Drazen (2000) os políticos em exercício promoveriam políticas econômicas expansionistas antes das eleições reduzindo o nível de desemprego, o que geraria um aumento na inflação que seria reduzida após as eleições (Nordhaus, 1975). Nesse modelo, a escolha do eleitor por um candidato seria baseada apenas no desempenho econômico e o desempenho recente teria maior peso na decisão do que a média de todo o mandato (Drazen, 2000).

Dessa maneira, um programa político ideal para o candidato ou partido que busca a reeleição é aquele que maximiza a função voto, sujeita as restrições econômicas taxa de desemprego e inflação. A dinâmica de funcionamento do ciclo político econômico seria a seguinte: após a eleição, o candidato vitorioso aumentaria a taxa de desemprego a níveis relativamente altos para combater a inflação e com a proximidade do período eleitoral a taxa de desemprego seria reduzida (Alesina et al. 1992). Apesar da lógica oferecida pelo modelo PBC a evidência para dados macroeconômicos agregados norte-americanos não é forte (Shleifer e Vishny, 1994). Análises empíricas de 18 economias da OCDE também encontraram poucas evidências dos efeitos pré-eleitorais sobre o PIB e desemprego, como sugerido pelo modelo de Nordhaus (1975) (Shleifer e Vishny, 1994).

### **2.4. Conexões políticas**

As conexões políticas mostram a existência de um relacionamento entre empresas e políticos que gera benefícios mútuos. Esta relação inclui o oferecimento de diferentes vantagens para as empresas pelos políticos em troca de apoio para a eleição e reeleição de candidatos. Shleifer e Vishny (1994) apresentam esse mecanismo de troca em seu modelo teórico de barganha entre gestores e políticos. Em empresas sem controle estatal, políticos usam de subsídios e subornos para convencer os gestores a oferecerem contrapartidas que auxiliem a reeleição de seus candidatos no governo.

Faccio (2006) identificou a existência dessas conexões em 35 dos 47 países analisados, contudo, com concentrações irregulares entre os países. Assim, apesar de comuns, as conexões estavam presentes em apenas 3% das empresas da amostra, valor semelhante aos 3,4% encontrados por Julio e Yook (2012). Faccio (2010) mostra que empresas politicamente conectadas se diferenciam das não conectadas por apresentarem maior alavancagem, menor tributação sobre a renda e maior poder de mercado (direitos de monopólio, licenças e subsídios), por outro lado, apresentam menor ROA (Retorno sobre Ativos) e menor valor de mercado.

A literatura em conexões políticas tem investigado os diferentes mecanismos de construção dessas conexões, os benefícios gerados para as empresas, as contrapartidas oferecidas aos políticos e as diferenças entre empresas conectadas e não conectadas.

#### **2.4.1. Tipos de conexões políticas**

Lazzarini (2011) mostra que as conexões políticas podem ser estabelecidas por diferentes mecanismos: a participação conjunta de capital público e privado em uma empresa, o apontamento de um empresário como membro temporário do governo, a migração de um político para o mundo corporativo como conselheiro ou membro do conselho de administração e a prestação de consultorias por antigos membros da burocracia pública às empresas privadas.

A pesquisa internacional também tem utilizado uma grande diversidade de variáveis para o estabelecimento de conexões políticas. Adhikari, Derashid e Zhang (2006); Fraser, Zhang e Derashid (2006) ao analisarem a Malásia<sup>4</sup>, utilizaram duas *proxies* para conexões políticas, a porcentagem de participação do governo no capital social das empresas e a presença de um diretor ou acionista majoritário que possua laços informais com políticos líderes estabelecidos através de encontros pessoais. Fraser, Zhang, e Derashid (2006) também utilizaram uma terceira *proxie*, a presença de investidores institucionais como acionistas da empresa. Faccio, (2006); Julio e Yook, (2012) caracterizaram como politicamente conectadas as empresas que possuíam ao menos um de seus maiores investidores (10% ou mais das ações ordinárias) ou um de seus maiores gestores (presidente do conselho de administração, CEO, presidente, vice-presidente ou secretário) como membro do parlamento, ministro, ou que possuísse relacionamento próximo, grau de parentesco ou amizade com um alto político ou partido político. Bertrand et al. (2007) analisaram o histórico de CEOs de empresas de capital

---

<sup>4</sup> A presença de conexões políticas é forte na Malásia (Adhikari et al, 2006; Fraser et al., 2006)

aberto francesas e definiram como politicamente conectados aqueles CEOs que já exerceram cargos políticos.

Apesar da grande variedade de *proxies* que representam a existência de conexões políticas Claessens et al. (2008) enfatizam que as doações políticas estabelecem uma relação direta entre candidato e empresa, o que é bastante positivo em um ambiente político em que a fidelidade partidária é pouco respeitada. Nesse sentido, os candidatos preferem a construção de uma marca relacionada a seu nome e não ao seu atual partido, o que demanda grandes investimentos. Por outro lado, as empresas em busca de benefícios políticos sentem-se incentivadas a realizar as doações. Além disso, o Brasil é um dos poucos países no mundo que exigem o registro, por candidato, das origens e valores doados, o que permite estabelecer um elo entre candidato e a empresa. Destaca-se também que algumas das *proxies* utilizadas em outros estudos não se mostraram adequadas a realidade brasileira, como a desenvolvida por Faccio (2006) e utilizada por Julio e Yook (2012), visto que não detectam a existência de conexões políticas no país.

#### **2.4.2. Benefícios das conexões políticas**

Os primeiros estudos sobre os benefícios gerados às empresas politicamente conectadas se referem a geração de valor. A metodologia empregada é o estudo de evento que utiliza os resultados de eleições ou a veiculação de notícias relacionadas ao político apoiado como evento. Fisman (2001) verificou que empresas da Indonésia estabeleciam conexões políticas com o então presidente Suharto. Em um estudo de evento que considerava notícias negativas sobre a saúde do presidente detectou retornos anormais mais negativos para as empresas mais conectadas, o que sugere que parte do valor dessas empresas tem origem nessas conexões.

Na pesquisa de Faccio (2006) o valor das conexões políticas considerava o anúncio da entrada na política de um grande acionista da empresa ou a entrada de um político no Conselho de Administração da companhia. Os resultados apontam retornos anormais positivos para a amostra geral (ainda mais positivos quando os gestores da empresa são eleitos) e negativos quando um político é incluído no Conselho de Administração. Assim, propõe que políticos extraem renda das empresas que gerenciam. Faccio (2006) ainda aponta as diferentes origens dessa geração de valor, como o recebimento de tratamento especial por empresas de controle estatal (bancos e produtores de matérias primas), menores tributos, tratamento preferencial na disputa de contratos governamentais, supervisão regulatória mais branda para a empresa conectada ou mais rigorosa para os concorrentes.

Goldman, Rocholl e So (2009) identificaram uma relação semelhante ao mostrarem a ocorrência de retornos anormais positivos no anúncio da entrada de um diretor politicamente conectado para o Conselho de Administração. Mostraram também que empresas conectadas ao partido vencedor em eleições presidenciais apresentam maiores retornos que se tornavam negativos para empresas conectadas ao partido derrotado. Claessens et al. (2008) evidenciaram que altas doações eleitorais para deputados federais brasileiros estão relacionadas a altos retornos para as ações das empresas doadoras ao redor do anúncio dos resultados das eleições. Esse retorno é ainda maior quando o candidato apoiado vence as eleições.

Além da geração de valor, os benefícios gerados pelas conexões políticas abordam uma grande diversidade de temas. Adhikari et al. (2006) argumentam que economias em desenvolvimento como a da Malásia tendem a ser mais baseadas em relações do que em mercado. Nesse contexto, a análise mostrou que empresas politicamente conectadas pagam impostos sobre a renda menores do que outras empresas. Fraser et al. (2006) também identificaram na Malásia a ligação entre empresas politicamente conectadas e um maior nível de endividamento.

No contexto brasileiro, Claessens et al. (2008) mostraram que empresas que realizaram doações para companhias eleitorais aumentaram substancialmente seus empréstimos bancários. Isso indica que maior facilidade de acesso a financiamentos é uma contrapartida a essas doações.

### **2.4.3. Contrapartidas das conexões políticas**

Chen et al. (2017) argumentam que as conexões políticas podem ser positivas para as empresas, contudo, o excesso de ligações políticas pode apresentar efeitos negativos ao seu valor devido a expropriação de renda realizada pelos políticos. Nesse sentido, reportaram uma relação em U invertido entre o Q de Tobin e as conexões políticas. Nessa seção serão exploradas as contrapartidas oferecidas pelas empresas, inclusive empresas com controle estatal, aos políticos conectados. Apesar da hipótese do ciclo político econômico não encontrar evidências que a suportem no nível de dados agregados, há evidências de que intervenções políticas no nível das firmas podem auxiliar na reeleição de candidatos. Essa relação se estabelece basicamente com a troca de subsídios (especialmente créditos bancários) pela geração de empregos em períodos eleitorais.

Shleifer e Vishny (1994) mostraram que o poder público é capaz de influenciar decisões corporativas. Como exemplos dessa intervenção estão o maior número de empregos e salários

em empresas públicas, a escolha de produtos a serem produzidos, o direcionamento de empréstimos às empresas de interesse político e o direcionamento de plantas fabris para áreas de interesse político e não econômicos. Assim, concluem que quando empresas são controladas por políticos os gestores oferecem subornos para que esses políticos não utilizam a empresa para o atingimento de propósitos políticos.

Bertrand et al. (2007) analisaram se CEOs politicamente conectados alteravam suas decisões de contratação e demissão para auxiliar suas conexões a se reelegerem na França. Verificaram que em empresas nas quais os CEOs eram politicamente conectados havia maior contratação de trabalhadores<sup>5</sup> e menos demissões em anos eleitorais. Essa situação ocorria especialmente em municípios que apresentavam indefinição quanto a reeleição de um candidato.

Chen, Sun, Tang, e Wu (2011) verificaram que empresas chinesas de controle estatal são utilizadas pelo governo para atingir seus objetivos sociais e políticos, como a geração de emprego, saúde fiscal, desenvolvimento regional, estabilidade social entre outros. Dessa maneira, realizam investimentos ineficientes para o negócio, mas que auxiliam o governo e são recompensadas com acesso mais fácil ao crédito oferecido pelo próprio governo. O mesmo resultado não foi encontrado para empresas que não possuíam controle estatal mesmo que politicamente conectadas, mostrando que essas empresas constroem conexões políticas com foco na maximização de valor.

Carvalho (2014) evidenciou a relação entre empréstimos do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e a geração de empregos em áreas de interesse político. Empresas aptas ao recebimento de empréstimos dessa instituição desenvolviam projetos em regiões de interesse do governo aumentando o nível de emprego em regiões de atratividade política. Esse comportamento ocorria antes de períodos eleitorais competitivos destacando ainda mais a troca de subsídios públicos por benefícios políticos eleitorais. A expansão de empregos em determinadas localidades era compensada por um menor crescimento em regiões sem interesse político, posteriormente à eleição.

Faccio e Hsu (2017) investigaram a relação entre empresas adquiridas por fundos de *Private Equity* politicamente conectados e a geração de empregos (ou menores demissões). Mostraram que em média as empresas adquiridas por esses fundos aumentaram o nível de emprego em 1,24% ao ano em relação ao grupo de controle.

---

<sup>5</sup> Nordhaus (1975) mostrou que o nível de desemprego é fator que influencia o voto dos eleitores, nesse sentido, mais empregos podem representar mais votos favoráveis ao candidato apoiado

Julio e Yook (2012) analisaram a hipótese do valor das conexões políticas sobre as decisões de investimentos das empresas em períodos eleitorais. Os autores sugerem que empresas politicamente conectadas alterariam suas decisões de investimento em períodos eleitorais para apoiar seus candidatos. Assim, melhorariam a imagem de suas conexões aumentando suas chances de eleição. Com a presença dessa conexão política no governo as empresas manteriam os benefícios políticos. Esse estudo incluía o Brasil, contudo, devido à metodologia utilizada por Faccio (2006) não foram identificadas conexões políticas em empresas brasileiras. Assim, a influência das conexões políticas sobre as decisões de investimento das empresas brasileiras permanece sem resposta.

### 3. METODOLOGIA

Neste capítulo, serão apresentadas a amostra e dados utilizados na pesquisa, as hipóteses e modelos econométricos utilizados para testá-las e também o processo de construção da medida utilizada para a classificação de empresas em politicamente conectadas e não conectadas.

#### 3.1. Amostra e dados

Para a análise da influência da incerteza política sobre as decisões de investimento utilizamos informações que abarcam os ciclos eleitorais de 1998 a 2018. Portanto, analisamos um intervalo de 20 anos, que inclui as eleições gerais de 1998, 2002, 2006, 2010, 2014 e 2018.

Para a análise da influência das conexões políticas sobre as decisões de investimentos, nós utilizamos uma sub amostra com dados do período de 2002 a 2017. Restringimos o intervalo de análise porque as informações sobre doações para campanhas políticas de eleições gerais estão disponíveis a partir do ano de 2002.

A primeira base de dados utilizadas foi a S&P Capital IQ para as informações financeiras das empresas de capital aberto brasileiras. A partir da amostra original foram excluídas as empresas de utilidades públicas e financeiras (códigos SIC entre 4900 a 4999, 6000 a 6499, 6700 a 6999 e maiores que 8000). O Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) foi obtido na base de dados Economatica a partir da fusão das bases de dados por meio do *ticker* de cada empresa.

A segunda base de dados foi composta por doações para as campanhas eleitorais obtidas no Tribunal Superior Eleitoral (TSE). As doações eram realizadas de 3 maneiras distintas: doações para o Partido Político, doações para o Comitê Eleitoral e doações diretas para os candidatos. Os valores doados para Partidos e Comitês poderiam transitar para os candidatos, contudo, para os anos de 2002 e 2006, as bases de dados não permitem a identificação dos doadores originais das verbas repassadas aos candidatos. Dessa maneira, o estabelecimento da existência da conexão política foi realizado apenas por meio das doações realizadas diretamente pelas empresas aos candidatos. A ligação entre doador e candidato foi realizada a partir dos 8 primeiros dígitos do CNPJ do doador, portanto, foi possível consolidar todas as doações de uma empresa e de suas filiais aos candidatos. Foram utilizados os valores doados aos cargos de presidente, senador e deputado federal, cargos sem influência nacional direta como o de

governador, deputado estadual e deputado distrital foram desconsiderados da análise. No TSE também foram coletados os resultados das eleições para o estabelecimento do critério de eleições com maior incerteza política (eleições competitivas). Outras bases de dados incluem o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA) para a coleta do Produto Interno Bruto (PIB) real e o Instituto de Pesquisas DataFolha para a obtenção dos dados de avaliação do presidente em exercício.

Para testar a influência das conexões políticas sobre as decisões de investimento (hipóteses 4 e 5), foram criadas três variáveis com o objetivo de mensurar a força da conexão política da empresa doadora, por meio da sua participação relativa nas doações a um partido (Claessens et al., 2008). A primeira variável mediu a força da conexão política em relação ao partido vencedor das eleições presidenciais. Assim, o montante doado pela empresa  $i$  no ano  $t$  ao Partido dos Trabalhadores foi dividido pelo montante de doações diretas doadas para esse partido. Em um cenário extremo, se uma empresa for responsável por todas as doações a um partido ela terá a conexão mais forte:

$$\text{Conexão Política } PT_{it} = \frac{\text{Doação } PT_{it}}{\text{Total Doador } PT_t} \quad (1)$$

A segunda variável mensurou a força da conexão política com o partido perdedor. Assim, o montante total doado pela empresa  $i$  no ano  $t$  ao PSDB foi dividido pelo total de contribuições recebidas por esse partido:

$$\text{Conexão Política } PSDB_{it} = \frac{\text{Doação } PSDB_{it}}{\text{Total Doador } PSDB_t} \quad (2)$$

Já a terceira variável, identificou a força da conexão política com ambos os partidos. Nesse contexto, a empresa busca um *hedge* político ao realizar doações para o PT e para o PSDB. Para a sua construção, o montante doado por uma empresa  $i$  no ano  $t$  para ambos os partidos foi dividido pelo montante doado a ambos.

Além dessas variáveis, foram utilizadas variáveis *dummy* para indicar doações aos partidos ou *hedge* e também a divisão da contribuição pelo total doado para todos os partidos.

$$\text{Conexão Política } Hedge_{it} = \frac{\text{Doação } PSDB_{it} + \text{Doação } PT_{it}}{\text{Total Doador } PT_t + \text{Total Doador } PSDB_t} \quad (3)$$

Nós também utilizamos variações das métricas de conexão política, como a sua força em relação ao total de doações realizadas a todos os partidos em um ano eleitoral, variáveis *dummy* de conexão política que refletissem a ligação com o PT, PSDB e *hedge* e também o total doado por um partido para todos os candidatos eleitos em relação as doações totais por ano.

Uma empresa foi considerada politicamente conectada quando realizou ao menos uma doação no ano  $t$ , independentemente do valor doado. O prazo de duração dessa conexão foi do ano eleitoral até o ano anterior a nova eleição, momento em que seriam reestabelecidas as conexões políticas por meio de novas doações.

A partir da base de dados inicial, foram realizados os mesmos procedimentos adotados por Jens, (2017), Julio e Yook (2012). Portanto, foram excluídas as observações que não apresentavam dados de Investimentos (CAPEX), Patrimônio Líquido, *Market Capitalization*, Ativo Total e Ativo Total menor ou igual a zero. Também foram eliminadas as observações que não apresentavam Taxa de Investimento, Q de Tobin e Fluxo de Caixa.

Os dados financeiros foram winsorizados a 2% e 98% para reduzir possíveis vieses gerados pela dispersão dos dados.

### **3.2. Especificação dos modelos de estimação**

Nessa seção serão apresentados os modelos econométricos utilizados para testar as hipóteses de pesquisa.

#### **3.2.1. Hipótese da incerteza política**

A incerteza pode ser mensurada de diferentes maneiras, contudo, atribuir a parte dela que se refere especificamente a incerteza política gerada nas eleições não é simples (Gulen e Ion, 2016). Inicialmente avaliamos se períodos eleitorais são marcados pelo aumento da incerteza política e se essa incerteza afeta as decisões de investimento. Para captar o efeito da incerteza em anos eleitorais foi utilizada uma variável *dummy* representando o ano de ocorrência da eleição (Jens, 2017; Julio e Yook, 2012). Essa variável recebeu o valor 1 para os anos de eleições gerais no Brasil, portanto, 1998, 2002, 2006, 2010, 2014 e 2018.

O modelo econométrico utilizado para analisar a relação entre os investimentos corporativos e a incerteza política foi definido com base nos estudos de Gulen e Ion, (2016); Jens, (2017); Julio e Yook, (2012) e An et al., (2016):

$$I_{it} = \alpha_i + \beta_1 Ed_{it} + \beta_2 Q_{i,t-1} + \beta_3 FC_{it} + \beta_4 Al_{i,t-1} + \beta_5 Tan_{it-1} + \beta_6 \Delta PIB_{t-1} + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

No modelo, são utilizadas as identificações de empresa  $i$  e de ano  $t$ , o efeito fixo da firma é identificado por  $\gamma_i$  e o erro idiossincrático por  $\varepsilon_{it}$ . Não foram utilizados efeitos fixos de tempo devido a possíveis vieses causados por multicolinearidade devido a utilização de variáveis *dummy* representando anos eleitorais e anos pós-eleições.

A variável dependente é a Taxa de Investimento ( $I_{it}$ ) definida como CAPEX dividido pelo ativo total no início do ano e a variável de interesse é a variável *dummy* de ano eleitoral ( $Ed$ ) que deverá capturar o efeito da incerteza política em períodos eleitorais. O modelo inclui variáveis de controle comumente utilizadas em análises de investimento como Q de Tobin ( $Q$ ), fluxo de caixa ( $FC$ ), alavancagem ( $Al$ ), tangibilidade ( $Tan$ ) e variação do Produto Interno Bruto ( $PIB$ ). As definições das variáveis são apresentadas no Anexo A.

### 3.2.2. Aumento da incerteza em períodos eleitorais

Eleições pouco competitivas, ou seja, aquelas em que é possível antecipar qual candidato será eleito devem apresentar um menor nível de incerteza política e, portanto, a redução de investimentos no ano eleitoral não deverá ser significativa. Por outro lado, eleições altamente competitivas deverão apresentar grande nível de incerteza política e, portanto, as reduções nos investimentos no ano eleitoral deverão ser maiores. Para verificar o nível de incerteza política foi adotada a abordagem utilizada por Jens (2017). Portanto, foi criada uma variável *dummy* denominada *Close*, que recebeu o valor 1 quando a diferença percentual de votos entre o candidato vencedor e o segundo colocado permaneceu no tercil inferior<sup>6</sup> das diferenças e 0 no caso contrário.

Para identificar as eleições competitivas foram avaliadas as diferenças percentuais de votos de todas as eleições diretas ocorridas no Brasil após o fim da ditadura militar. Esse período

---

<sup>6</sup> Julio, Yook (2012) utilizaram o quartil inferior da diferença de votos entre o primeiro e segundo candidatos em sua amostra.

é denominado Nova República e teve início a partir de 1985. A primeira eleição foi realizada em 1984, porém, de maneira indireta e, portanto, foi excluída da análise. A extensão do período de avaliação para definição do que caracterizaria uma eleição como competitiva buscou tornar mais precisa a classificação, visto que a seleção de um intervalo de tempo menor poderia tornar o resultado enviesado. A tabela 1 apresenta todos os resultados das eleições gerais a partir de 1989, foram classificadas como competitivas as eleições que tiveram diferenças de votos entre o primeiro e segundo colocados inferiores a 10,88% (1º tercil). Para nossa amostra, foram classificadas como competitivas as eleições gerais de 2014 e 2018.

**Tabela 1 – Resultados das eleições gerais no Brasil para o período de 1989 a 2018**

Ano	Candidato	Partido	1º Turno	2º Turno	Diferença	Eleição Competitiva
1989	Fernando Collor de Mello	PRN	30,47%	53,03%	6,06%	Sim
	Luiz Inácio Lula da Silva	PT	17,18%	46,97%		
1994	Fernando Henrique Cardoso	PSDB	54,28%		27,24%	Não
	Luis Inácio Lula da Silva	PT	27,04%			
1998	Fernando Henrique Cardoso	PSDB	53,06%		21,35%	Não
	Luis Inácio Lula da Silva	PT	31,71%			
2002	José Serra Chirico	PSDB	23,20%	38,73%	22,54%	Não
	Luis Inácio Lula da Silva	PT	46,44%	61,27%		
2006	Geraldo José Rodrigues Alckmin Filho	PSDB	41,64%	39,17%	21,65%	Não
	Luis Inácio Lula da Silva	PT	48,61%	60,83%		
2010	José Serra Chirico	PSDB	32,61%	43,95%	12,11%	Não
	Dilma Vana Rouseff	PT	46,91%	56,05%		
2014	Aécio Neves da Cunha	PSDB	33,55%	48,36%	3,28%	Sim
	Dilma Vana Rouseff	PT	41,59%	51,64%		
2018	Fernando Haddad	PT	29,28%	44,87%	10,26%	Sim
	Jair Messias Bolsonaro	PSL	46,03%	55,13%		

Elaborado pelo autor a partir de dados do TSE

Em complemento a metodologia de eleições acirradas destacam-se outros fatores que corroboraram para o aumento da incerteza política nesses anos. Em março de 2014 teve início a Operação Lava Jato que culminou com a queda nas avaliações<sup>7</sup> do governo da então presidente Dilma Vana Rouseff e em agosto de 2014 o candidato Eduardo Campos faleceu em um acidente aéreo durante a campanha eleitoral. Já as eleições de 2018 foram marcadas por um, então, recém<sup>8</sup> encerramento do processo de *impeachment* de Dilma Rouseff, o temor causado de uma

<sup>7</sup> A pesquisa de avaliação do governo realizada pelo Instituto DataFolha mostra que as avaliações classificadas como ótimas/boas reduziram de 83% ao final do segundo mandato do ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva para 42% ao final do primeiro mandato da ex-presidente Dilma Vana Rouseff. A diferença de avaliações entre o primeiro e segundo mandatos do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso também apresentaram reduções de 35% para 26%

<sup>8</sup> O processo de *impeachment* foi iniciado em dezembro de 2015 e encerrado em agosto de 2016.

possível candidatura do ex-presidente Luis Inácio Lula da Silva e o episódio do atentado contra o então candidato à presidência Jair Messias Bolsonaro em setembro de 2018.

O modelo econométrico utilizado para a avaliação de períodos de maior incerteza política foi baseado em Jens, (2017) e Julio e Yook, (2012). O aumento da incerteza política foi estabelecido na interação da variável *Close* com a variável Ano Eleitoral (*Ed*).

$$I_{it} = \alpha_i + \beta_1 Ed_{it} + \beta_2 Ed_{it} \times Close + \beta_3 Q_{i,t-1} + \beta_4 FC_{it} + \beta_5 Al_{i,t-1} + \beta_6 Tan_{it-1} + \beta_7 \Delta PIB_{t-1} + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

### 3.2.3. Estratégia de identificação com a utilização de variáveis instrumentais

Jens (2017) argumenta que os efeitos negativos da incerteza política sobre os investimentos podem apresentar problemas de causalidade reversa. Portanto, as eleições acirradas (*Close*) seriam mais competitivas devido à degradação da economia, à redução dos investimentos corporativos, ou devido a outros fatores cuja culpa fosse atribuída ao presidente em exercício. Essa visão de má gestão pelo eleitor transferiria votos aos candidatos concorrentes o que tornaria as eleições mais competitivas.

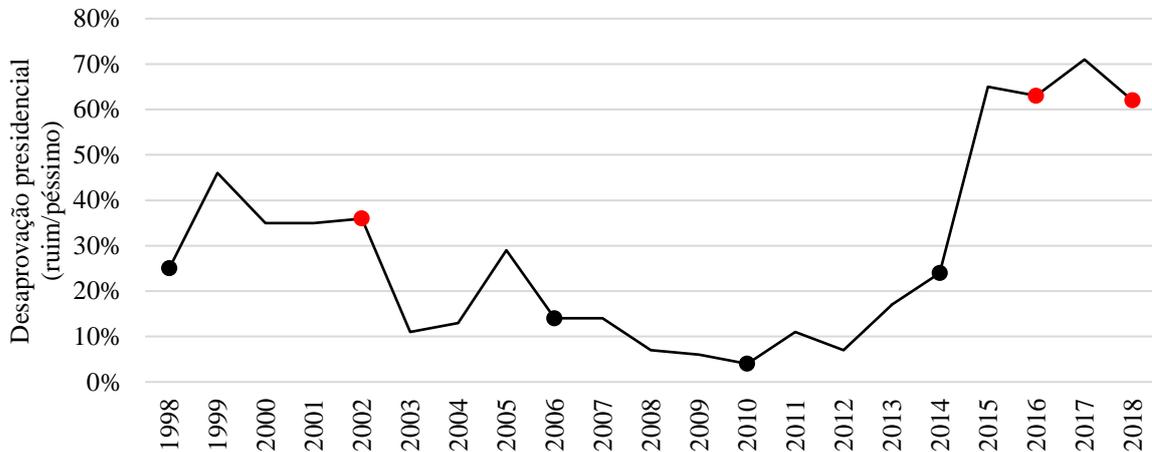
Para lidar com os problemas de endogenia em eleições acirradas e isolar o efeito da incerteza política, utilizamos a abordagem da variável instrumental. O instrumento utilizado por Jens (2017) foi uma variável *dummy* que representava os anos em que o governador em exercício não poderia concorrer novamente ao cargo devido a proibições legais, o que aumentaria a incerteza política. No Brasil, a reeleição para os cargos de presidente da república, governadores e prefeitos eram proibidas até 1997. Contudo, nesse ano foi promulgada a emenda constitucional nº 16 que tornou possível a reeleição desses cargos para um único mandato subsequente (BRASIL, 1997). Desde 1997, o Brasil teve 6 eleições das quais três presidentes foram reconduzidos para o segundo mandato.

Nessa pesquisa, o instrumento selecionado foi a Taxa de Desaprovação do presidente em exercício no ano eleitoral (*Des*), ou seja, a porcentagem de avaliações do presidente em exercício classificadas como ruins ou péssimas. Infere-se que, quanto maior o índice de desaprovação maior a incerteza sobre a reeleição do presidente ou a eleição de um candidato apoiado por ele. Não encontramos na literatura a utilização dessa variável como canal exógeno para eliminação da endogenia.

A figura 1 apresenta a taxa de desaprovação do presidente em exercício, os pontos em preto representam os anos de eleições gerais e em vermelho os anos em que não houve

recondução do presidente ou partido na presidência. O ano de 2016 foi destacado pela ocorrência do *impeachment* da ex-presidente Dilma Rousseff.

**Figura 1 – Taxa de desaprovação do presidente em exercício no ano eleitoral**



Elaborado pelo autor a partir de dados do Instituto DataFolha

Para que a taxa de desaprovação seja válida como variável instrumental, deverá atender as condições de relevância e exclusão. A condição de relevância foi testada no primeiro estágio pela regressão da variável *Close* contra a variável Desaprovação e as variáveis de controle.

$$\begin{aligned}
 Close = & \alpha_i + \beta_2 Des_t + \beta_1 Ed_{it} + \beta_3 Q_{i,t-1} + \beta_4 FC_{it} + \beta_5 Al_{i,t-1} + \beta_6 Tan_{it-1} \\
 & + \beta_7 \Delta PIB_{t-1} + \gamma_i + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (5)$$

Para atender ao critério de exclusão, a variável instrumental deve afetar a taxa de investimento apenas por meio da variável *Close*. O índice de desaprovação é estimado pelo Datafolha por meio de uma entrevista com pessoas sorteadas, maiores de 16 anos, em uma amostra estratificada por idade e sexo e com nível de confiança de 95%. As razões para o julgamento de um governo como ruim ou péssimo são diversas e os entrevistados refletem uma opinião sobre o desempenho geral do governo. Nesse sentido, nem os entrevistados nem os resultados da pesquisa possuem influência direta sobre a tomada de decisão das empresas. Assim, esse índice afetaria as decisões de investimento apenas indiretamente por meio do aumento da incerteza.

O valor estimado para a variável *Close* instrumentalizada pela taxa de desaprovação do presidente em exercício no ano  $t$  ( $Des$ ) obtido no primeiro estágio foi utilizado no segundo estágio por meio da seguinte regressão:

$$I_{it} = \alpha_i + \beta_1 Ed_{it} + \beta_2 Ed_{it} x Close + \beta_3 Q_{i,t-1} + \beta_4 FC_{it} + \beta_5 Al_{i,t-1} + \beta_6 Tan_{it-1} + \beta_7 \Delta PIB_{t-1} + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

### 3.2.4. Redução da incerteza política após as eleições

A avaliação do comportamento das políticas de investimento em ciclos eleitorais será finalizada com a avaliação dos investimentos no período pós-eleições. Para isso, utilizou-se uma abordagem semelhante à de Julio e Yook (2012). A partir do modelo base, foram incluídas variáveis *dummy* que representam os 2 primeiros anos pós-eleições (*AE1* e *AE2*) e também uma variável *dummy* que irá interagir o primeiro ano pós-eleições competitivas com a taxa de investimento nesse ano (*Ed x Close x AE*). Espera-se que após a finalização das eleições ocorra a redução da incerteza política e com isso haja a recuperação dos investimentos.

$$I_{it} = \alpha_i + \beta_1 Ed_{it} + \beta_2 Ed_{it} x Close + \beta_2 Ed_{it} x Close x AE1_t + \beta_2 AE1_t + \beta_3 AE2_t + \beta_5 Q_{i,t-1} + \beta_6 FC_{it} + \beta_7 Al_{i,t-1} + \beta_8 Tan_{it-1} + \beta_9 \Delta PIB_{t-1} + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

### 3.2.5. Hipótese da influência das conexões políticas

Empresas de capital aberto politicamente conectadas elevavam suas contratações e reduziam as demissões em anos de eleições municipais na França (Bertrand et al., 2007). Portanto, alteravam suas decisões com o objetivo de ajudar políticos em exercício em sua reeleição. O estudo não identificou contrapartidas para esses favores, ao contrário, empresas politicamente conectadas apresentavam menores lucros.

Na hipótese da influência das conexões políticas, as empresas aumentariam seus investimentos com objetivo de favorecer a reeleição de políticos apoiados. Como argumentado por Julio e Yook (2012), o impacto dos investimentos das empresas conectadas no montante total dos investimentos realizados não seria relevante, visto que, a porcentagem de empresas conectadas em relação ao total de empresas é baixo.

Bernanke (1983), mostra que o aumento na incerteza irá gerar a redução nos investimentos apenas se houver a chance de que algo ruim seja gerado a partir dessa incerteza, princípio da má notícia.

Neste estudo, a hipótese das conexões políticas terá o objetivo de avaliar se empresas politicamente conectadas aumentam seus investimentos nos anos eleitorais devido à redução de incerteza gerada por se aliarem aos políticos eleitos. A redução do efeito da má notícia permitiria a essas empresas não atrasarem seus investimentos ou menos não reduziriam seus investimentos nos mesmos níveis do mercado.

Para identificar se o ciclo de investimento em períodos eleitorais é influenciado por empresas politicamente conectadas, Julio e Yook (2012) excluíram as empresas conectadas da sua amostra, o resultado mostra a persistência na queda dos investimentos de maneira similar a amostra completa.

Além dessa abordagem, testaremos a força das conexões políticas (PC) com o partido do candidato à presidência vencedor (PT), a mesma relação será avaliada com o partido do candidato perdedor (PSDB). Além dessas abordagens, propomos a análise de uma medida de *hedge* para as empresas que apoiaram ambos os partidos e também uma medida para verificar os efeitos das conexões estabelecidas com todos os candidatos eleitos independente do partido.

$$I_{it} = \alpha_i + \beta_1 Ed_{it} + \beta_2 Ed_{it} \times Close + \beta_2 Ed_{it} \times PCs_i + \beta_3 Q_{i,t-1} + \beta_3 FC_{it} + \beta_4 Al_{i,t-1} + \beta_5 Tan_{it-1} + \beta_7 \Delta PIB_{t-1} + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$I_{it} = \alpha_i + \beta_1 Ed_{it} + \beta_2 Ed_{it} \times Close + \beta_2 Ed_{it} \times PCs_i + \beta_3 Q_{i,t-1} + \beta_3 FC_{it} + \beta_4 Al_{i,t-1} + \beta_5 Tan_{it-1} + \beta_7 \Delta PIB_{t-1} + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

## **4. ANÁLISE DOS RESULTADOS**

Neste capítulo, serão apresentados os resultados dos modelos econométricos expostos no capítulo 3, com o objetivo de apresentar evidências que apoiem ou não as hipóteses estabelecidas no capítulo 1. Inicialmente serão apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo e em seguida os resultados das regressões múltiplas dos diferentes modelos.

### **4.1. Estatística descritiva**

A tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas da amostra para o período de 1998 a 2018. Foram analisadas 3.451 observações de uma quantidade de empresas únicas que variou de 101 no primeiro período até 199 no último ano. Os valores apresentados nessa tabela foram winsorizados a 2% e 98%.

Em média, uma empresa dessa amostra apresenta uma taxa de investimento anual de 5,26%, o Q de Tobin é de 1,95, o fluxo de caixa equivale a 10,63% do ativo, o endividamento atinge 23% e os ativos imobilizados somam 34,52% dos ativos. O Produto Interno Bruto (PIB) no período variou de -3,55% (2015) a 7,53% (2010).

Anos eleitorais mostram uma taxa de investimento média de 4,91% do ativo, o que significa uma redução de 8,9% em relação aos anos não eleitorais (5,39%). Esse resultado é significativo a 1% em um teste de médias unicaudal.

**Tabela 2 – Estatísticas descritivas da amostra**

Variáveis	N	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máx.	Min
<b>Painel A – Amostra completa</b>						
Taxa de Investimento	3451	0,0526	0,0309	0,0674	0,3224	0,0000
Q de Tobin	3451	1,9533	1,2187	2,1876	11,8920	0,3433
Fluxo de caixa	3451	0,1063	0,0994	0,1199	0,4461	-0,1543
Alavancagem	3451	0,2382	0,1702	0,2626	1,3184	0,0000
Tangibilidade	3451	0,3452	0,3084	0,2731	1,0971	0,0000
Variação do PIB	3451	0,0216	0,0192	0,0290	0,0753	-0,0355
<b>Painel B – Amostra dos anos não eleitorais</b>						
Taxa de Investimento	2482	0,0539	0,0310	0,0696	0,3224	0,0000
Q de Tobin	2482	1,9495	1,2159	2,1868	11,8920	0,3433
Fluxo de caixa	2482	0,1065	0,0975	0,1217	0,4461	-0,1543
Alavancagem	2482	0,2366	0,1676	0,2618	1,3184	0,0000
Tangibilidade	2482	0,3445	0,3060	0,2728	1,0971	0,0000
Variação do PIB	2482	0,0188	0,0192	0,0295	0,0607	-0,0355
<b>Painel C – Amostra dos anos eleitorais</b>						
Taxa de Investimento	969	0,0491	0,0304	0,0615	0,3224	0,0000
Q de Tobin	969	1,9630	1,2226	2,1909	11,8920	0,3433
Fluxo de caixa	969	0,1057	0,1027	0,1152	0,4461	-0,1543
Alavancagem	969	0,2421	0,1772	0,2646	1,3184	0,0000
Tangibilidade	969	0,3469	0,3100	0,2741	1,0971	0,0000
Variação do PIB	969	0,0288	0,0112	0,0263	0,0753	0,0034
<b>Painel D: Taxa média de investimento em anos eleitorais vs. anos não eleitorais</b>						
Ano não eleitoral		0,0539				
Ano eleitoral		0,0491				
Diff > 0		<b>0,0048**</b>				

Elaborado pelo autor a partir de dados do S&P Capital IQ. \* p<0,05, \*\* p<0,01 e \*\*\* p<0,001

## 4.2. Resultado das regressões múltiplas

Neste item, serão apresentados os resultados das regressões múltiplas utilizadas para testar as hipóteses apresentadas no capítulo 1. Inicialmente testamos o comportamento dos investimentos corporativos em períodos eleitorais e em seguida como variaram os investimentos em anos eleitorais de maior incerteza política. Na sequência, são apresentados os resultados da abordagem de variáveis instrumentais e posteriormente a avaliação das taxas de investimentos corporativos após o ano eleitoral. Por fim, são avaliadas as influências das conexões políticas nos investimentos corporativos.

#### 4.2.1. Investimentos corporativos em períodos eleitorais

Anteriormente a utilização dos modelos de regressão múltipla, foram realizados testes de aderência aos modelos *Pools*, de efeitos aleatórios e de efeitos fixos com o uso dos testes de Breusch e Pagan e Hausman, que indicaram o uso de efeitos fixos.

Os modelos utilizam efeitos fixos de firma para controlar características das empresas que não variam no tempo e que podem ser correlacionadas com variáveis explicativas omitidas e erros-padrão robustos. A construção dos modelos utilizados na avaliação da ocorrência de ciclos de investimentos em períodos eleitorais foi baseada em An et al., (2016), Gulen e Ion (2016), Faccio e Hsu (2017), Jens (2017), Julio e Yook (2012) e Claessens et al. (2008).

A tabela 3 apresenta os resultados da avaliação da influência dos períodos eleitorais nas decisões de investimentos. Como proposta na hipótese 1, a variável *dummy* de anos eleitorais apresentou coeficiente negativo e significância estatística a 1%, isso demonstra que em média as empresas reduzem suas taxas de investimentos em 0,46% em períodos eleitorais. Esse resultado está em linha com o obtido por An et al., (2016), Gulen e Ion, (2016), Jens, (2017), Julio e Yook, (2012).

O modelo também mostra que os investimentos são positivamente sensíveis às oportunidades de crescimento, ao fluxo de caixa, a tangibilidade e ao PIB. A variável alavancagem apresentou coeficiente negativo, resultado diferente do obtido por An et al., (2016) e Jens, (2017), o que pode demonstrar que a limitação de acesso a capital de terceiros possa limitar a capacidade de investimetos.

**Tabela 3 – Investimentos corporativos em períodos eleitorais**

A tabela 2 apresenta os resultados da regressão que avaliou o comportamento das políticas de investimentos em períodos eleitorais. A variável de interesse é a *dummy* de ano eleitoral. O modelo utiliza efeitos fixos de firma e erros-padrão robustos (Huber/White). Todas as variáveis financeiras das empresas foram winsorizadas a 2% e 98%.

Variáveis	(1)	(2)
<i>Dummy</i> ano eleitoral	<b>-0,0043*</b> (0,0021)	<b>-0,0046**</b> (0,0016)
Q de Tobin $t-1$	0,0041*** (0,0006)	0,0046*** (0,0013)
Fluxo de caixa	0,1629*** (0,0097)	0,1570*** (0,0197)
Alavancagem $t-1$	-0,0163*** (0,0049)	-0,0220** (0,0078)
Tangibilidade $t-1$	0,0514*** (0,0051)	0,0426*** (0,0114)
Variação do PIB	0,2401*** (0,0315)	0,2487*** (0,0317)
Constante	0,0082** (0,0031)	0,0115** (0,0044)
Efeitos Fixos de Firma	Não	Sim
N	3231	3231
R <sup>2</sup>	0,1594	0,1606

Elaborado pelo autor. \* p<0,05, \*\* p<0,01 e \*\*\* p<0,001

#### 4.2.2. Investimentos corporativos em eleições de maior incerteza política

Para analisar a validade da hipótese 2, ou seja, se a taxa de investimentos é mais afetada pelo aumento da incerteza política, seguimos Jens (2017), Julio e Yook (2012) e criamos uma variável *dummy* para os anos eleitorais com resultados menos previsíveis. A variável *Close* refere-se aos anos de 2014 e 2018, momentos de eleições acirradas em que a diferença percentual de votos entre o candidato eleito e o segundo lugar atingiram o menor tercil das diferenças entre os anos de 1989 e 2018, entre outros pontos que geraram maior incerteza. Na tabela 4, podemos ver que a interação entre a variável *Close* e a variável de ano eleitoral apresentou coeficiente negativo, significativo a 0.1% e superior ao efeito observado para anos eleitorais em geral. No cenário de aumento de incerteza política, em média, as empresas reduziram suas taxas de investimentos em 1,75%.

**Tabela 4 – Investimentos corporativos em períodos eleitorais de maior incerteza política**

A tabela 3 apresenta os resultados da regressão que avaliou o comportamento das políticas de investimentos em períodos eleitorais de maior incerteza. A variável de interesse é a interação entre a variável *dummy* de ano eleitoral e a variável *dummy* de aumento da incerteza política *close*. O modelo utiliza efeitos fixos de firma e erros-padrão robustos (Huber/White). Todas as variáveis financeiras foram winsorizadas a 2% e 98%.

Variáveis	(1)	(2)
<i>Dummy</i> de ano eleitoral	0,0031 (0,0027)	0,0036 (0,0027)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Close</i>	<b>-0,0158***</b> (0,0036)	<b>-0,0175***</b> (0,0036)
Q de Tobin $t_{-1}$	0,0040*** (0,0006)	0,0046*** (0,0013)
Fluxo de caixa	0,1571*** (0,0098)	0,1495*** (0,0198)
Alavancagem $t_{-1}$	-0,0154** (0,0049)	-0,0208** (0,0077)
Tangibilidade $t_{-1}$	0,0488*** (0,0051)	0,0386*** (0,0112)
Variação do PIB	0,2547*** (0,0316)	0,2671*** (0,0335)
Constante	0,0094** (0,0031)	0,0130** (0,0043)
Efeitos Fixos de Firma	Não	Sim
N	3231	3231
R <sup>2</sup>	0,1656	0,1670

Elaborado pelo autor. \* p<0,05, \*\* p<0,01 e \*\*\* p<0,001

A tabela 5 apresenta os resultados do primeiro estágio da utilização da variável instrumental. Verifica-se significância a 0,1% entre *Close* e a variável instrumental desaprovação (*Des*).

**Tabela 5 – Primeiro estágio da variável instrumental**

A tabela 5 apresenta os resultados da regressão da variável *Close*, que representa o aumento da incerteza política, contra a variável Desaprovação, o índice que avalia o presidente em gestão como ruim/péssimo, e demais variáveis de controle. O modelo utiliza efeitos fixos de firma e erros-padrão robustos (Huber/White). Todas as variáveis financeiras das empresas foram winsorizadas a 2% e 98%.

Variáveis	Primeiro Estágio
Desaprovação	<b>0,7291***</b> (0,0123)
<i>Dummy</i> ano eleitoral	0,5045*** (0,0082)
Q de Tobin $t_{-1}$	0,0004 (0,0028)
Fluxo de caixa	-0,2422*** (0,0498)
Alavancagem $t_{-1}$	0,0653* (0,0273)
Tangibilidade $t_{-1}$	-0,1314*** (0,0278)
Variação do PIB	4,8498*** (0,0932)
Constante	-0,2758*** (0,0138)
Efeitos Fixos de Firma	Sim
N	3231
R <sup>2</sup>	0,5480

Elaborado pelo autor. \* p<0,05, \*\* p<0,01 e \*\*\* p<0,001

Na tabela 6 são apresentados os resultados do modelo base de avaliação do efeito do aumento da incerteza política em anos eleitorais e o segundo estágio da variável instrumental. No segundo estágio, utilizamos a variável desaprovação (Des) como instrumento da variável *Close*. Verifica-se que o coeficiente é negativo, significativo a 0,1% e maior do que o apresentado no modelo base. Em média, o aumento da incerteza política seria responsável pela redução da taxa de investimentos em 2,73%.

Os resultados obtidos com o uso da variável instrumental em consonância com a exogeneidade das eleições gerais apoiam a hipótese da causalidade entre o aumento da incerteza em anos eleitorais e a redução da taxa de investimentos.

**Tabela 6 – Segundo estágio da variável instrumental**

A tabela 6 apresenta os resultados do modelo base de verificação do aumento da incerteza política em períodos eleitorais em relação a taxa de investimento e o resultado do segundo estágio do uso da variável instrumental Desaprovação. A utilização dessa variável como instrumento da variável que avalia o aumento da incerteza política em momentos eleitorais torna o coeficiente de *Close* em interação com Ano Eleitoral maior, negativo e significativo. Isso demonstra a relação entre o aumento da incerteza política e a maior redução das taxas de investimento em anos eleitorais. O modelo utiliza efeitos fixos de firma e erros-padrão robustos (Huber/White). Todas as variáveis financeiras das empresas foram winsorizadas a 2% e 98%.

Variáveis	Modelo Base	Segundo Estágio
<i>Dummy</i> de ano eleitoral	0,0036 (0,0027)	0,0081 (0,0042)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Close</i>	<b>-0,0175***</b> (0,0036)	<b>-0,0273***</b> (0,0078)
Q de Tobin $t_{-1}$	0,0046*** (0,0013)	0,0046*** (0,0013)
Fluxo de caixa	0,1495*** (0,0198)	0,1453*** (0,0199)
Alavancagem $t_{-1}$	-0,0208** (0,0077)	-0,0201** (0,0077)
Tangibilidade $t_{-1}$	0,0386*** (0,0112)	0,0364** (0,0114)
Variação do PIB	0,2671*** (0,0335)	0,2774*** (0,0353)
Constante	0,0130** (0,0043)	0,0139** (0,0044)
Efeitos Fixos de Firma	Sim	Sim
N	3231	3231
R <sup>2</sup>	0,1670	0,1650

Elaborado pelo autor. \* p<0,05, \*\* p<0,01 e \*\*\* p<0,001

#### 4.2.3. Investimentos corporativos após o ano eleitoral

Após a finalização das eleições espera-se que ocorra a redução da incerteza política e com isso o nível de investimento das empresas volte a crescer. A tabela 7 apresenta os resultados obtidos a partir da regressão base, com a inclusão de variáveis *dummy* relativas aos anos pós-

eleitorais<sup>9</sup>. Foram observados coeficientes positivos para o primeiro e segundo anos pós-eleições, com significância de 5% e 1% respectivamente. Portanto, em média, as empresas da amostra elevam suas taxas de investimento em 0,7% no primeiro ano após as eleições e 0,6% no segundo ano após as eleições.

**Tabela 7 – Redução da incerteza política após as eleições**

A tabela 7 apresenta a taxa de investimentos para o período posterior às eleições. A tabela apresenta os resultados para toda a amostra, contudo, devido à ausência de anos posteriores a 2018, exclui-se esse ano para verificação do impacto nos resultados do modelo. Os sinais, coeficientes e significâncias se mantêm semelhantes ao modelo original, não gerando impacto para as conclusões. O modelo utiliza efeitos fixos de firma e erros-padrão robustos (Huber/White). Todas as variáveis financeiras das empresas foram winsorizadas a 2% e 98%.

Variáveis	(1)	(2)
<i>Dummy</i> de ano eleitoral	0,0043 (0,0027)	0,0076** (0,0028)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Close</i>	-0,0176*** (0,0036)	-0,0177*** (0,0036)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Close</i> x 1º Ano pós-eleições	-0,0051 (0,0040)	-0,0051 (0,0040)
1º Ano pós-eleições	<b>0,0039</b> (0,0025)	<b>0,0070*</b> (0,0027)
2º Ano pós-eleições		<b>0,0067**</b> (0,0021)
Q de Tobin $t_{-1}$	0,0046*** (0,0013)	0,0045*** (0,0013)
Fluxo de caixa	0,1490*** (0,0198)	0,1485*** (0,0198)
Alavancagem $t_{-1}$	-0,0207** (0,0077)	-0,0203** (0,0077)
Tangibilidade $t_{-1}$	0,0379*** (0,0112)	0,0373*** (0,0112)
Variação do PIB	0,2517*** (0,0328)	0,2605*** (0,0324)
Constante	0,0129** (0,0043)	0,0098** (0,0043)
Efeitos Fixos de Firma	Sim	Sim
N	3231	3231
R <sup>2</sup>	0,1677	0,1696

Elaborado pelo autor. \* p<0,05, \*\* p<0,01 e \*\*\* p<0,001

#### 4.2.4. Efeitos das conexões políticas sobre os investimentos em anos eleitorais

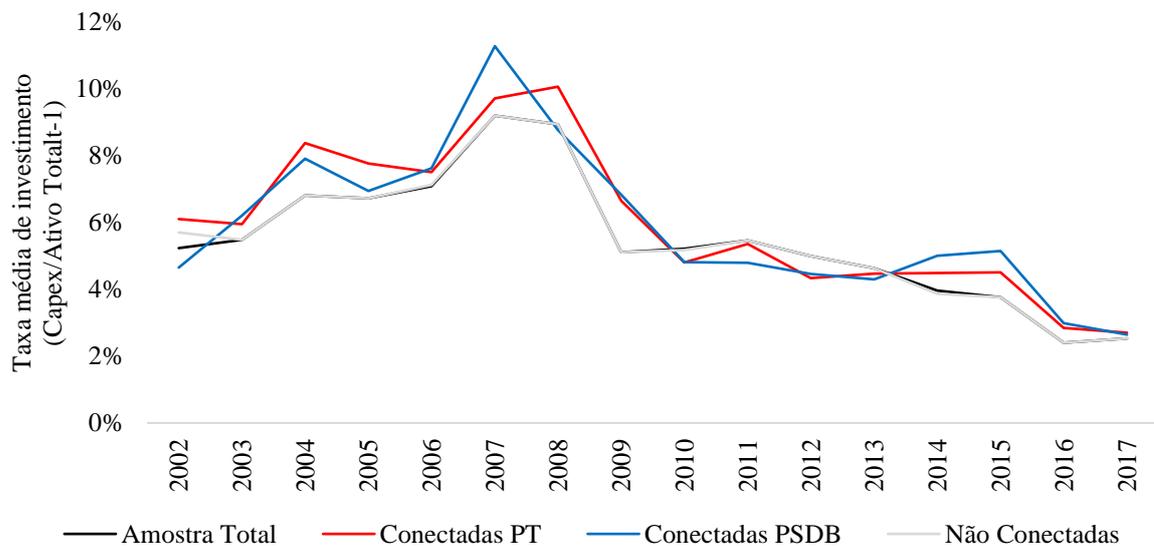
Empresas politicamente conectadas poderiam alterar seus investimentos em anos eleitorais com o objetivo de favorecer a reeleição de políticos aliados. Além disso, a conexão política poderia reduzir a incerteza política em momentos eleitorais, permitindo às empresas

<sup>9</sup> Para testar se os resultados se mantêm, devido a ausência de dados após 2018, excluimos o ano eleitoral de 2018 e rodamos novamente o modelo. Os coeficientes se mantiveram positivos para o 1º e 2º ano pós-eleições, com significância de 1%.

não suspenderem seus investimentos, o que geraria um aumento na taxa de investimentos no ano eleitoral.

A figura 2 apresenta o comportamento dos investimentos para as empresas da amostra total, das empresas não conectadas e das empresas conectadas (PT e PSDB). Não é observada diferença significativa entre os comportamentos de investimento das empresas conectadas ao PT e ao PSDB em relação a amostra geral e as empresas não conectadas.

**Figura 2 – Comportamento da taxa de investimentos de acordo com o tipo de conexão política**



Elaborado pelo autor.

A tabela 8 apresenta, por ano eleitoral e por partido, os montantes investidos pelas empresas conectadas ao PT e ao PSDB e também, a quantidade de empresas doadoras e o montante total doado na respectiva eleição. Verifica-se um aumento das doações médias realizadas e do montante total doado em cada eleição. As empresas da amostra reúnem apenas uma fração do total de contribuições realizadas pelos contribuintes em cada ano. Em 2002, foram doados de maneira direta aproximadamente 500 milhões de reais, em 2006, cerca de 1,1 bilhão de reais, em 2010, um valor próximo a 2,5 bilhões de reais e em 2014 aproximadamente 3,3 bilhões de reais.

Em nossa amostra, as doações são realizadas de maneira desequilibrada entre as empresas. Como exemplo, verifica-se que em 2014, dos 92 milhões de reais doados por empresas da amostra, 61 milhões foram doados pela JBS.

**Tabela 8 – Estatísticas descritivas das doações eleitorais**

A tabela 8 apresenta as estatísticas descritivas das doações realizadas pelas empresas da amostra. São apresentadas a quantidade de empresas doadoras por partido (PSDB e PT) e na amostra total, os valores médios doados por ano, o desvio padrão, os valores máximos doados e o valor total doado por ano eleitoral.

Ano	Partido	Doadores	Média	Desvio Padrão	Máximo
2002	PSDB	25	R\$27.200	R\$88.900	R\$519.000
	PT	17	R\$17.500	R\$69.700	R\$500.000
	Amostra	39	R\$121.000	R\$442.000	R\$3.040.000
	Total <sup>10</sup>				R\$14.350.796
2006	PSDB	30	R\$34.500	R\$152.000	R\$1.520.000
	PT	22	R\$17.300	R\$75.000	R\$585.000
	Amostra	49	R\$132.000	R\$480.000	R\$3.450.000
	Total				R\$21.154.026
2010	PSDB	35	R\$31.700	R\$158.000	R\$1.840.000
	PT	28	R\$18.300	R\$72.000	R\$650.000
	Amostra	62	R\$160.000	R\$901.000	R\$11.800.000
	Total				R\$30.528.170
2014	PSDB	23	R\$38.300	R\$231.000	R\$2.260.000
	PT	31	R\$354.000	R\$3.880.000	R\$54.500.000
	Amostra	50	R\$464.000	R\$4.390.000	R\$61.300.000
	Total				R\$92.420.430

Elaborado pelo autor.

Para verificar a influência das conexões políticas sobre os investimentos, utilizamos inicialmente a abordagem de Julio e Yook (2012), que excluíram as empresas classificadas como politicamente conectadas e verificaram o impacto no modelo de regressão base. Nesse estudo, classificaram como politicamente conectadas as empresas que possuíam diretores ou grandes investidores membros do parlamento, ministros ou pessoas relacionadas a políticos influentes ou partidos<sup>11</sup>. Em nossa análise, são classificadas como empresas conectadas aquelas que realizaram doações aos candidatos em anos eleitorais. Inicialmente, excluimos as empresas que realizaram doações para o partido do presidente eleito (PT) e posteriormente todas as empresas que realizaram doações políticas. Os resultados apresentados na tabela 9 mostram que os coeficientes da interação entre ano eleitoral e eleições acirradas permanecem negativos e significantes a 0,1%. Portanto, em anos de eleições de maior incerteza política, as empresas que não possuíam conexões políticas com o PT reduziram seus investimentos em 1,94% e empresas não conectadas a nenhum partido reduziram seus investimentos em 2,07%.

<sup>10</sup> Na tabela 8, o item “Total” refere-se ao montante doado no ano de referência por todos os partidos.

<sup>11</sup> Essa metodologia foi desenvolvida e aplicada por Faccio (2006)

**Tabela 9 – Influência das conexões políticas nos investimentos, exclusão das empresas conectadas.**

A tabela 9 apresenta os resultados da regressão base com exclusão das empresas conectadas ao PT e a exclusão de todas as empresas que realizaram algum tipo de doação em períodos eleitorais de 2002 a 2014. O modelo utiliza efeitos fixos de firma e erros-padrão robustos (Huber/White). Todas as variáveis financeiras das empresas foram winsorizadas a 2% e 98%. As variáveis de controle não são apresentadas na tabela, mas foram utilizadas no modelo.

Variáveis	Amostra Total	Exclusão Conectadas PT	Exclusão Conectadas Total
<i>Dummy</i> ano eleitoral	0,0069* (0,0033)	0,0070 (0,0039)	0,0079 (0,0043)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Close</i>	<b>-0,0185***</b> (0,0044)	<b>-0,0194***</b> (0,0053)	<b>-0,0207***</b> (0,0056)
Q de Tobin $t-1$	0,0052*** (0,0015)	0,0056*** (0,0016)	0,0057*** (0,0016)
Fluxo de caixa	0,1552*** (0,0221)	0,1519*** (0,0235)	0,1417*** (0,0218)
Alavancagem $t-1$	-0,0170* (0,0079)	-0,0218* (0,0085)	-0,0236** (0,0082)
Tangibilidade $t-1$	0,0000*** (0,0000)	0,0000*** (0,0000)	0,0000*** (0,0000)
Variação do PIB	0,3081*** (0,0366)	0,2943*** (0,0417)	0,3249*** (0,0391)
Constante	0,0219*** (0,0033)	0,0219*** (0,0036)	0,0231*** (0,0034)
Efeitos Fixos de Firma	Sim	Sim	Sim
N	2597	2194	2239
R <sup>2</sup>	0,1663	0,1656	0,1748

Elaborado pelo autor. \*  $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$  e \*\*\*  $p < 0,001$

A segunda abordagem avaliou a influência relativa das conexões políticas nas decisões de investimentos das empresas. Foram avaliadas as empresas doadoras para o partido do candidato à presidência vencedor (PT), para o partido do candidato à presidência perdedor (PSDB) e para as empresas que realizaram doações para ambos os partidos (*Hedge*).

Na tabela 10 são apresentados os resultados das regressões para as empresas politicamente conectadas ao partido dos presidentes eleitos no período, o PT.

As empresas conectas a esse partido também reduzem suas taxas de investimentos em anos eleitorais, o que pode demonstrar que em anos eleitorais não há redução da incerteza política, mesmo para as empresas conectadas ao partido que venceu as eleições naquele ano.

**Tabela 10 – Influência das conexões políticas nos investimentos, conexões com o PT.**

A tabela 10 apresenta o resultado da regressão base com a inclusão de variáveis para verificar o efeito das doações políticas ao partido do presidente eleito. Foram consideradas uma variável *dummy* de conexão ao partido do presidente eleito, uma variável que mensura a força da conexão política em relação ao total de doações e uma variável de força da conexão política em relação as doações realizadas ao PT. O modelo utiliza efeitos fixos de firma e erros-padrão robustos (Huber/White). Todas as variáveis financeiras das empresas foram winsorizadas a 2% e 98%. As variáveis de controle não são apresentadas na tabela, mas foram utilizadas.

Variáveis	<i>Dummy</i> PT	PT <sub>it</sub> /Total <sub>t</sub>	PT <sub>it</sub> /PT <sub>t</sub>
<i>Dummy</i> ano eleitoral	0,0066 (0,0035)	0,0069* (0,0033)	0,0069* (0,0033)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Close</i>	-0,0185*** (0,0044)	-0,0183*** (0,0044)	-0,0183*** (0,0044)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Dummy</i> PT	<b>0,0017</b> (0,0043)		
<i>Dummy</i> ano eleitoral x Doação PT <sub>it</sub> /Total <sub>t</sub>		<b>-0,0116***</b> (0,0025)	
<i>Dummy</i> ano eleitoral x Doação PT <sub>it</sub> /PT <sub>t</sub>			<b>-0,0030***</b> (0,0007)
Constante	0,0219*** (0,0033)	0,0219*** (0,0033)	0,0219*** (0,0033)
Efeitos Fixos de Firma	Sim	Sim	Sim
N	2597	2597	2597
R <sup>2</sup>	0,1664	0,1665	0,1665

Elaborado pelo autor. \* p<0,05, \*\* p<0,01 e \*\*\* p<0,001

A influência das conexões políticas sobre as políticas de investimento também analisou a conexão criada com o partido do candidato a eleição perdedor (PSDB). Conforme apresentado na tabela 10, apesar dos coeficientes positivos apresentados pelas variáveis de força de conexão, não são identificadas significâncias estatísticas.

**Tabela 11 – Influência das conexões políticas nos investimentos, conexões com o PSDB.**

A tabela 11 apresenta o resultado da regressão base com a inclusão de variáveis para verificar o efeito das doações políticas ao partido do candidato que atingiu a segunda colocação na eleição presidencial. Foram consideradas uma variável *dummy* de conexão ao partido do candidato à presidência não eleito, uma variável que mensura a força da conexão política em relação ao total de doações e uma variável de força da conexão política em relação as doações realizadas ao PSDB. O modelo utiliza efeitos fixos de firma e erros-padrão robustos (Huber/White). Todas as variáveis financeiras das empresas foram winsorizadas a 2% e 98%. As variáveis de controle não são apresentadas na tabela, mas foram utilizadas no modelo.

Variáveis	<i>Dummy</i> PSDB	PSDB <sub>it</sub> /Total <sub>t</sub>	PSDB <sub>it</sub> /PSDB <sub>t</sub>
<i>Dummy</i> ano eleitoral	0,0071* (0,0036)	0,0061 (0,0033)	0,0062 (0,0033)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Close</i>	-0,0186*** (0,0045)	-0,0181*** (0,0044)	-0,0182*** (0,0044)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Dummy</i> PSDB	<b>-0,0012</b> (0,0053)		
<i>Dummy</i> ano eleitoral x Doação PSDB <sub>it</sub> /Total <sub>t</sub>		<b>0,2314</b> (0,1386)	
<i>Dummy</i> ano eleitoral x Doação PSDB <sub>it</sub> /PSDB <sub>t</sub>			<b>0,0459</b> (0,0327)
Constante	0,0219*** (0,0033)	0,0219*** (0,0033)	0,0219*** (0,0033)
Efeitos Fixos de Firma	Sim	Sim	Sim
N	2597	2597	2597
R <sup>2</sup>	0,1664	0,1671	0,1669

Elaborado pelo autor. \* p<0,05, \*\* p<0,01 e \*\*\* p<0,001

A última análise relativa ao período eleitoral avaliou se empresas que realizam doações para ambos os partidos (PT e PSDB) apresentam políticas de investimento distintas das empresas da amostra. A realização de um *hedge* político poderia reduzir eventuais incertezas políticas, o que permitiria as empresas conectadas aumentarem seus investimentos mesmo em anos eleitorais. A variável *dummy* de *hedge* e a variável de força relativa não apresentaram significância estatística, portanto, não é possível afirmar que os investimentos destas empresas são maiores em períodos eleitorais.

**Tabela 12 – Influência das conexões políticas nos investimentos, conexões *Hedge*.**

A tabela 12 apresenta o resultado da regressão base com a inclusão de variáveis para verificar o efeito das doações políticas para os partidos do primeiro e segundo colocados nas eleições presidenciais. Foram consideradas uma variável *dummy* de *hedge* político e uma variável que mensura a força da conexão política em relação ao total de doações para ambos os partidos. O modelo utiliza efeitos fixos de firma e erros-padrão robustos (Huber/White). Todas as variáveis financeiras das empresas foram winsorizadas a 2% e 98%. As variáveis de controle não são apresentadas na tabela, mas foram utilizadas no modelo.

Variáveis	<i>Dummy Hedge</i>	$Hedge_{it}/Hedge_t$
<i>Dummy</i> ano eleitoral	0,0068* (0,0035)	0,0069* (0,0033)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Close</i>	-0,0185*** (0,0044)	-0,0184*** (0,0044)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Dummy Hedge</i>	<b>0,0003</b> (0,0057)	
<i>Dummy</i> ano eleitoral x Doação $Hedge_{it}/Hedge_t$		<b>-0,0034</b> (0,0033)
Constante	0,0219*** (0,0033)	0,0219*** (0,0033)
Efeitos Fixos de Firma	Sim	Sim
N	2597	2597
R <sup>2</sup>	0,1664	0,1664

Elaborado pelo autor. \* p<0,05, \*\* p<0,01 e \*\*\* p<0,001

#### 4.2.5. Efeitos das conexões políticas sobre os investimentos após os anos eleitorais

Após a avaliação do efeito das conexões políticas em anos eleitorais, realizamos as mesmas análises para o primeiro ano após as eleições. Os resultados obtidos foram semelhantes aos identificados para os anos eleitorais, ou seja, para as variáveis que mensuravam a força das conexões políticas ao PT, foi identificado um coeficiente negativo e significância estatística a 0,1%. Portanto, não são verificadas evidências de que após o período eleitoral as empresas conectadas ao partido do presidente eleito aumentem seus investimentos.

**Tabela 13 – Efeito da conexão política ao partido do presidente eleito após a eleição (PT)**

A tabela 13 apresenta o resultado da regressão base com a inclusão de variáveis para verificar o efeito das doações políticas ao partido do presidente eleito no primeiro ano após as eleições. Foram consideradas uma variável *dummy* de conexão ao partido do presidente eleito, uma variável que mensura a força da conexão política em relação ao total de doações e uma variável de força da conexão política em relação as doações realizadas ao PT. O modelo utiliza efeitos fixos de firma e erros-padrão robustos (Huber/White). Todas as variáveis financeiras das empresas foram winsorizadas a 2% e 98%. As variáveis de controle não são apresentadas na tabela, mas foram utilizadas no modelo.

Variáveis	<i>Dummy</i> PT	PT <sub>it</sub> /Total <sub>t</sub>	PT <sub>it</sub> /PT <sub>t</sub>
<i>Dummy</i> ano eleitoral	0,0070* (0,0033)	0,0068* (0,0033)	0,0068* (0,0033)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Close</i>	-0,0185*** (0,0044)	-0,0185*** (0,0044)	-0,0185*** (0,0044)
<i>Dummy</i> pós ano eleitoral x <i>Dummy</i> PT	<b>0,0042</b> (0,0045)		
<i>Dummy</i> pós ano eleitoral x Doação PT <sub>it</sub> /Total <sub>t</sub>		<b>-0,0089***</b> (0,0025)	
<i>Dummy</i> pós ano eleitoral x Doação PT <sub>it</sub> /PT <sub>t</sub>			<b>-0,0024**</b> (0,0009)
Constante	0,0214*** (0,0034)	0,0219*** (0,0033)	0,0219*** (0,0033)
Efeitos Fixos de Firma	Sim	Sim	Sim
N	2597	2597	2597
R <sup>2</sup>	0,1665	0,1664	0,1664

Elaborado pelo autor. \* p<0,05, \*\* p<0,01 e \*\*\* p<0,001

As análises das empresas politicamente conectadas ao partido do candidato à presidência perdedor (PSDB) apresentam coeficientes positivos, o que indicaria o aumento dos investimentos após o período eleitoral, contudo, não há significância estatística.

**Tabela 14 – Efeito da conexão política ao partido do segundo colocado à presidência (PSDB)**

A tabela 14 apresenta o resultado da regressão base com a inclusão de variáveis para verificar o efeito das doações políticas ao partido do candidato que atingiu a segunda colocação na eleição presidencial no primeiro ano após as eleições. Foram consideradas uma variável *dummy* de conexão ao partido do candidato à presidência não eleito, uma variável que mensura a força da conexão política em relação ao total de doações e uma variável de força da conexão política em relação as doações realizadas ao PSDB. O modelo utiliza efeitos fixos de firma e erros-padrão robustos (Huber/White). Todas as variáveis financeiras das empresas foram winsorizadas a 2% e 98%. As variáveis de controle não são apresentadas na tabela, mas foram utilizadas no modelo.

Variáveis	(1)	(2)	(3)
<i>Dummy</i> ano eleitoral	0,0072* (0,0033)	0,0072* (0,0033)	0,0071* (0,0033)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Close</i>	-0,0185*** (0,0044)	-0,0185*** (0,0044)	-0,0185*** (0,0044)
<i>Dummy</i> pós ano eleitoral x <i>Dummy</i> PSDB	<b>0,0062</b> (0,0060)		
<i>Dummy</i> pós ano eleitoral x Doação PSDB <sub>it</sub> /Total <sub>t</sub>		<b>0,2947</b> (0,1719)	
<i>Dummy</i> pós ano eleitoral x Doação PSDB <sub>it</sub> /PSDB <sub>t</sub>			<b>0,0466</b> (0,0338)
Constante	0,0217*** (0,0034)	0,0217*** (0,0033)	0,0217*** (0,0033)
Efeitos Fixos de Firma	Sim	Sim	Sim
N	2597	2597	2597
R <sup>2</sup>	0,1668	0,1683	0,1674

Elaborado pelo autor. \* p<0,05, \*\* p<0,01 e \*\*\* p<0,001

A última análise refere-se a influências do *hedge* político após o período eleitoral. É esperado que ao se conectar com ambos os partidos, as empresas reduziram ainda mais a incerteza política e com isso aumentariam seus investimentos após o período eleitoral. Contudo, também não são identificadas significâncias estatísticas para os coeficientes apresentados.

**Tabela 15 – Efeito da conexão política para ambos os partidos após a eleição (Hedge)**

A tabela 15 apresenta o resultado da regressão base para o primeiro ano após a eleição, com a inclusão de variáveis para verificar o efeito das doações políticas para os partidos dos candidatos à presidência eleitos e os segundos colocados. Foi utilizada uma variável *dummy* de *hedge* político e uma variável que mensura a força da conexão política em relação ao total de doações para ambos os partidos. O modelo utiliza efeitos fixos de firma e erros-padrão robustos (Huber/White). Todas as variáveis financeiras das empresas foram winsorizadas a 2% e 98%. As variáveis de controle não são apresentadas na tabela, mas foram utilizadas no modelo.

Variáveis	(1)	(2)
<i>Dummy</i> ano eleitoral	0,0069* (0,0033)	0,0068* (0,0033)
<i>Dummy</i> ano eleitoral x <i>Close</i>	-0,0185*** (0,0044)	-0,0185*** (0,0044)
<i>Dummy</i> pós ano eleitoral x <i>Dummy</i> Hedge	<b>0,0032</b> (0,0060)	
<i>Dummy</i> pós ano eleitoral x Doação Hedge <sub>it</sub> /Hedge <sub>t</sub>		<b>-0,0028</b> (0,0025)
Constante	0,0218*** (0,0033)	0,0219*** (0,0033)
Efeitos Fixos de Firma	Sim	Sim
N	2597	2597
R <sup>2</sup>	0,1664	0,1664

Elaborado pelo autor. \* p<0,05, \*\* p<0,01 e \*\*\* p<0,001

## 5. CONCLUSÃO

Neste estudo, utilizamos uma amostra de empresas de capital aberto brasileiras, excluindo as empresas de utilidades públicas e financeiras (códigos SIC entre 4900 a 4999, 6000 a 6499, 6700 a 6999 e maiores que 8000), para analisar o comportamento das decisões de investimentos em anos de eleições gerais. As eleições são caracterizadas como um evento exógeno às decisões das empresas e por isso se mostram um objeto de interesse de pesquisa

Nesta tese, exploramos se as reduções das taxas de investimento corporativo nos anos de eleição estavam relacionadas ao aumento da incerteza política e como se comportavam essas decisões quando o nível de incerteza se tornava ainda maior. Como estratégia de isolamento do efeito da incerteza política em anos eleitorais de maior incerteza, utilizamos uma variável instrumental ainda não explorada, a taxa de desaprovação do presidente em exercício no ano eleitoral. Avaliamos também, o comportamento dos investimentos nos anos pós-eleitorais, em que se pressupõe um aumento dos investimentos devido à redução da incerteza política. Por fim, também contribuimos ao realizar a análise da influência das conexões políticas sobre as decisões de investimento por meio de uma nova abordagem de identificação das empresas conectadas, as doações realizadas em períodos eleitorais.

As contribuições geradas neste estudo fazem parte da literatura relacionada à avaliação dos impactos da incerteza, especialmente a política, sobre as decisões financeiras (An et al., 2016; Bernanke, 1983; Gulen e Ion, 2016; Jens, 2017; Julio e Yook, 2012) e também da literatura relacionada a influência das conexões políticas sobre as decisões financeiras das empresas, especialmente em temas relacionados a troca de favores (Bertrand et al., 2007; Carvalho, 2014; S. Chen et al., 2011; Claessens et al., 2008; Faccio, 2006, 2010; Fisman, 2001; Goldman et al., 2009).

Nossos resultados apoiam a hipótese da ocorrência de ciclos de investimento relacionados ao aumento da incerteza política em anos de eleições gerais. Em média, anos não eleitorais apresentaram uma taxa de investimento de 5,39% e em anos eleitorais 4,91%, essa redução dos investimentos é significativa a 1%. As empresas da amostra, em média, reduziram sua taxa de investimento em 0,46% em anos eleitorais e em 1,75% em anos eleitorais de maior incerteza política. Esses resultados estão alinhados aos resultados encontrados por An et al. (2016); Jens (2017); Julio e Yook (2012). A avaliação dos anos pós-eleições apresentaram a recuperação média da taxa de investimentos de 0,7% no primeiro ano após as eleições e 0,6% no segundo ano, o que pode significar a redução da incerteza política após a finalização das

eleições. Nossa última análise, avaliou o impacto das conexões políticas sobre as decisões de investimento em anos eleitorais por meio de três abordagens, a utilização de uma variável *dummy* para empresas conectadas e duas variáveis que mensuraram a força da conexão política. Nessa análise avaliamos as conexões estabelecidas com o partido do presidente eleito, a conexão com o partido do segundo colocado na eleição presidencial e a formação de um *hedge* por meio das doações para ambos os partidos. Os resultados obtidos contrariam a expectativa de que empresas politicamente conectadas aumentariam seus investimentos em anos eleitorais para apoiar o candidato conectado ou por conseguirem reduzir a incerteza política justamente pela maior segurança trazida pela conexão. Para nossa amostra, encontramos significância estatística apenas para as conexões estabelecidas com o partido do presidente eleito. Contudo, tanto para os anos eleitorais, quanto para os anos pós-eleições, o coeficiente apresentou sinal negativo. Portanto, essas empresas seguem o mercado reduzindo seus investimentos em anos eleitorais e em média não os recuperam após as eleições. Essas evidências nos levam a concluir que o principal apoio para os candidatos de interesse ocorre por meio das próprias doações em campanhas eleitorais.

A identificação de conexões políticas a partir de doações para as campanhas eleitorais pode ser realizada apenas para os ciclos eleitorais de 2002, 2006, 2010 e 2014, visto que, a partir de 2015, essas doações foram proibidas pela Reforma Eleitoral (Lei nº 13.165/2015). Devido à ausência inicial de evidências sobre a influência das conexões políticas sobre as decisões de investimentos, sugere-se que pesquisas futuras explorem os benefícios gerados a partir do estabelecimento dessas conexões.

## REFERÊNCIAS

- Adhikari, A., Derashid, C., e Zhang, H. (2006). Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(5), 574–595.
- Alesina, A., Cohen, G. D., e Roubini, N. (1992). Macroeconomic Policy and Elections in Oecd Democracies. *Economics e Politics*, 4(1), 1–30.
- Alvim, F., e Naruhiko, S. (2015). European Journal of Political Economy Term limits and political budget cycles at the local level : evidence from a young democracy. *European Journal of Political Economy*, 37, 21–36.
- An, H., Chen, Y., Luo, D., e Zhang, T. (2016). Political uncertainty and corporate investment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 36, pp. 174–189.
- Baker, S. R., Bloom, N., e Davis, S. J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636.
- Bernanke, B. S. (1983). Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 85.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., e Thesmar, D. (2007). Politicians, firms and the political business cycle: evidence from France. University of Chicago. Unpublished working paper.
- Bloom, N., Van Reenen, J., e Bond, S. (2006). Uncertainty and Investment Dynamics *The Review of Economic Studies*, Volume 74, Issue 2, April 2007, Pages 391–415.
- Brasil. Constituição (1988). Emenda constitucional nº 16, de 9 de junho de 1997. Dá nova redação ao § 5º do art. 14, ao caput do art. 28, ao inciso II do art. 29, ao caput do art. 77 e ao art. 82 da Constituição Federal. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/Emendas/Emc/emc16.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/Emendas/Emc/emc16.htm)>. Acesso em 01 de fev. de 2020.

- Carvalho, D. (2014). The real effects of government-owned banks: Evidence from an emerging market. *Journal of Finance*, 69(2), 577–609.
- Chen, C. R., Li, Y., Luo, D., e Zhang, T. (2017). Helping hands or grabbing hands? An analysis of political connections and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 80, 71–89.
- Chen, S., Sun, Z., Tang, S., e Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 259–271.
- Claessens, S., Feijen, E., e Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 554–580.
- Datafolha. Avaliação do governo. Disponível em: <<http://datafolha.folha.uol.com.br/opiniaopublica/index.shtml#>> Acesso em 02 de out. de 2019.
- Drazen, A. (2000). The Political Business Cycle After 25 Years. In *NBER Macroeconomics Annual 2000, Volume 15* (Vol. 15).
- Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *American Economic Review*, 96(1), 369–386.
- Faccio, M., e Hsu, H. C. (2017). Politically Connected Private Equity and Employment. In *Journal of Finance* (Vol. 72).
- Fan, J. P. H., Wong, T. J., e Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China’s newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 330–357.
- Fisman, B. R. (2001). Estimating the Value of Political Connections. *American Economic Review*, 91(4), 938–963.
- Fraser, D. R., Zhang, H., e Derashid, C. (2006). Capital structure and political patronage: The

case of Malaysia. *Journal of Banking and Finance*, 30(4), 1291–1308.

Goldman, E., Rocholl, J., e So, J. (2009). Do politically connected boards affect firm value. *Review of Financial Studies*, 22(6), 2331–2360.

Gulen, H., e Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 29(3), 523–564.

Ipeadata. Produto Interno Bruto (PIB). Disponível em:  
<<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>> Acesso em 20 de set. de 2019b.

Jens, C. E. (2017). Political uncertainty and investment: Causal evidence from U.S. gubernatorial elections. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 563–579.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.

Jensen, M. C., e Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Julio, B., e Yook, Y. (2012). Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles. *The Journal of Finance*, 67(1), 45–83.

Malmendier, U., e Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700.

Modigliani, F., e Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.

Myers, S. C., e Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.

Nordhaus, W. D. (1975). The Political Business Cycle. *The Review of Economic Studies*, Vol.

42, p. 169.

Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197.

Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134–139.

Shleifer, A., e Vishny, R. W. Politicians and Firms, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 109, Issue 4, November 1994, Pages 995–1025.

Stein, J. C. (2003). Chapter 2 Agency, information and corporate investment. *Handbook of the Economics of Finance*, 1(SUPPL. PART A), 111–165.

TSE. Prestação de contas. Disponível em: <<http://www.tse.jus.br/eleicoes/contas-eleitorais/contas-eleitorais-normas-e-regulamentos>> Acesso em 20 de out. de 2019a.

TSE. Resultados. Disponível em: <<http://www.tse.jus.br/eleicoes/estatisticas/repositorio-de-dados-eleitorais-1/repositorio-de-dados-eleitorais>> Acesso em 14 de set. de 2019b.

## APÊNDICE A: DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Variável	Descrição
Taxa de investimento	Capex dividido pelo ativo total no início do ano
Q de Tobin	Ativo total menos patrimônio líquido mais o <i>market capitalization</i> dividido pelo ativo total no início do ano
Fluxo de Caixa	EBITDA dividido pelo ativo total no início do ano
Alavancagem	Empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo dividido pelo ativo total no início do ano
Tangibilidade	Ativo imobilizado dividido pelo ativo total no início do ano
Variação do PIB	Variação do PIB real
Ano Eleitoral	Variável <i>dummy</i> em que 1 representa o ano eleitoral
<i>Close</i>	Variável <i>dummy</i> em que 1 representa eleições competitivas
Desaprovação	Taxa de avaliação do presidente em exercício como ruim/péssimo no ano de eleições gerais

---

 Elaborado pelo autor