

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM CONTABILIDADE,  
ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

**RODRIGO MARTINS DE JESUS**

**CONEXÕES POLÍTICAS E SEUS REFLEXOS NO DESEMPENHO EMPRESARIAL**

**VITÓRIA/ES  
2019**

**RODRIGO MARTINS DE JESUS**

**CONEXÕES POLÍTICAS E SEUS REFLEXOS NO DESEMPENHO EMPRESARIAL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Valcemiro Nossa

**VITÓRIA/ES  
2019**

# **RODRIGO MARTINS DE JESUS**

## **CONEXÕES POLÍTICAS E SEUS REFLEXOS NO DESEMPENHO EMPRESARIAL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis na linha de pesquisa de Contabilidade Gerencial.

Aprovado em 13 de maio de 2019.

### **COMISSÃO EXAMINADORA**

---

**Prof. Dr. VALCEMIRO NOSSA**

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças  
(FUCAPE)

---

**Prof. Dr. ANDRÉ AROLDO FREITAS DE MOURA**

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças  
(FUCAPE)

---

**Profa. Dra. ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA**

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças  
(FUCAPE)

Dedico esta conquista e todas as outras já alcançadas à minha mãe Dona Cecília – um exemplo de dignidade, honestidade, respeito, gratidão e muitos outros adjetivos. Agradeço à Deus por me conceder o privilégio de ser seu filho. Amor maior não há.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço, primeiramente, a Deus, por sua infinita bondade e amor ao me conceder esta tão sonhada graça em minha vida. Abaixo Dele, minha família tão amada (pais, irmãos e sobrinhos), pela compreensão e apoio, sobretudo nos momentos de abdicação.

Aos amigos e colegas que estiveram juntos nesta jornada, muito obrigado pelo companheirismo e ajuda mútua. Em especial, minha amiga Leia – presente de Deus na minha vida, fonte de inspiração e exemplo de profissional a ser seguido.

Por fim e não menos importante, meu agradecimento aos professores e orientadores que estiveram conosco ao longo do curso, de maneira especial, Valcemiro Nossa, Silvania Nossa e Francisco Bezerra.

## RESUMO

A presente pesquisa tem como principal objetivo verificar se as conexões políticas praticadas pelas empresas brasileiras, listadas na Bolsa Brasil Balcão – B3, influenciam no seu desempenho econômico-financeiro futuro. Adicionalmente, aferir se essa conectividade proporciona acesso privilegiado aos contratos públicos com o Governo Federal. A metodologia de análise utilizada foi a regressão linear múltipla com dados em painéis (eixos fixos, aleatórios e *pools*) para verificar eventual influência no desempenho econômico-financeiro e, ainda, uma regressão *logit* para aferir a influência no acesso aos contratos públicos. Os dados foram coletados no sítio do TSE, Portal da Transparência e base de dados Económica das empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2006 a 2016. Os resultados obtidos indicam que as Conexões Políticas influenciam no desempenho das empresas, sendo essa influência positiva quando mensurada pelo Q de Tobin e negativa ao ser avaliada por meio do ROE, Índice EBITDA e MTB. Evidenciam, também, que realizar doações para a campanha eleitoral do candidato vencedor das Eleições Gerais de 2006, 2010 e 2014 aumentaram 14,24% as chances de contratar com o Governo Federal nos quatro anos posteriores ao pleito, quando comparados àquelas que não se conectaram politicamente.

**Palavras-chave:** Conexões Políticas. Desempenho. Contratos Públicos. Eleições. Doações para Campanha.

## ABSTRACT

The main objective of this research is to verify if the political connections practiced by the Brazilian companies listed on the Brasil Balcão - B3 Exchange influence their future economic and financial performance. Additionally, check if this connectivity provides privileged access to public contracts with the Federal Government. The analysis methodology used was a multiple linear regression with data in panels (fixed, random and pools axes) to verify the possible influence on the economic-financial performance and, also, a *logit* regression to gauge the influence in the access to the public contracts. To obtain the intent, data were collected from the TSE website, Transparency Portal and Economática database of Brazilian companies listed in B3 from 2006 to 2016. The results indicate that campaign donations influence the performance of companies, positive influence when measured by Tobin's Q, and negative when measured by ROE, EBITDA and MTB. They also show that donating to the electoral campaign of the winner of the 2006, 2010 and 2014 General Elections increases the chances of contracting with the Federal Government in the four years after the lawsuit increases by 14,24%, when compared to those who did not connect politically.

**Keywords:** Political Connections. Performance. Procurement Public. Elections. Donations to Campaign.

## SUMÁRIO

|                                                              |                  |
|--------------------------------------------------------------|------------------|
| <b>1. INTRODUÇÃO .....</b>                                   | <b>9</b>         |
| <b>2. REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>                          | <b>14</b>        |
| 2.1 ESTRATÉGIAS POLÍTICAS CORPORATIVAS .....                 | 14               |
| 2.2 O LOBBY CORPORATIVO BRASIL E NO MUNDO. ....              | 16               |
| 2.3 CONEXÕES POLÍTICAS NO CENÁRIO BRASILEIRO .....           | 20               |
| 2.4 FINANCIAMENTO DE CAMPANHAS ELEITORAIS NO BRASIL .....    | 25               |
| 2.5 CONTRATOS PÚBLICOS NO CENÁRIO POLÍTICO .....             | 29               |
| <b>3. METODOLOGIA.....</b>                                   | <b>34</b>        |
| 3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS. ....               | 34               |
| 3.2 DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS E MODELO ECONOMETRICO 01..... | 36               |
| 3.3 DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS E MODELO ECONOMETRICO 02..... | 37               |
| 3.4 FORMA DE MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS.....        | 38               |
| 3.5. DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE UTILIZADAS.....               | <del>40</del>    |
| <b>4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>                        | <b><u>41</u></b> |
| <b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>                         | <b>55</b>        |
| <b>REFERÊNCIAS.....</b>                                      | <b>58</b>        |



## Capítulo 1

### 1. INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas as empresas têm se engajado cada vez mais em atividades políticas no âmbito internacional, realizando doações financeiras a partidos políticos, comitês de ação política ou candidatos a cargos eletivos, por meio de redes sociais, pessoalmente ou ainda contatando lobistas profissionais externos para direcionar a elaboração de legislações e políticas de Governo (CAO et al., 2018).

Nos vínculos entre empresa e governo, a literatura indica diversas vantagens para as instituições, tais como a criação ou manutenção de barreiras para entradas de novas empresas (SCHULER, 1996), legislações benéficas em setores econômicos (KNOEBER, 2001), recursos públicos facilitados (FACCIO, 2006) e influência em políticas governamentais (BANDEIRA DE MELLO et al., 2012).

A premissa subjacente, que permeia esse relacionamento, aponta que os benefícios acima relatados, uma vez alcançados, melhoram o desempenho das empresas (JOHNSON e MITTON, 2003) e, conseqüentemente influenciam no aumento do valor da empresa (FISMAN, 2001), situações que as colocam em posição de vantagem frente às concorrentes.

Portanto, é notório que os efeitos da política governamental sobre a posição competitiva das empresas apresentam determinantes importantes para o seu desempenho (HILMAN, 1999). Segundo o autor, por meio dessa conectividade, as empresas podem reforçar suas posições econômicas, frustrar a competição dos concorrentes e exercer o direito a voz nos assuntos do governo.

No cenário brasileiro, fortemente marcado por escândalos de corrupção, grande parte das empresas adotam práticas semelhantes às do mercado internacional (CAMILO et al., 2018). Nesse contexto, dentre as inúmeras nomenclaturas utilizadas para caracterizar essa relação, a literatura utiliza o termo “Conexões Políticas” para se referir a doação de recursos para candidatos nas campanhas eleitorais e possíveis canais com que esses políticos se utilizam para retribuir as contribuições (CLAESSENS et al., 2008).

Diante dessa conjectura, sedimentados nos postulados do ambiente empresarial e das estratégias políticas corporativas, notadamente na Teoria Institucional, Teoria da Política Positiva e Teoria da Ação coletiva, a questão-problema consiste em verificar se conexões políticas praticadas pelas empresas brasileiras listadas na Bolsa Brasil Balcão – B3, no período de 2006 a 2016 (interstício escolhido devido à disponibilidade dos dados), influenciam o seu desempenho econômico-financeiro futuro, bem como o acesso aos contratos públicos com o Governo Federal nos quatro anos após as eleições.

Nesse contexto, justifica-se que essas relações representam problemas latentes para a sociedade, Governo e mercado de capitais, porque decorrem delas o lobby desproporcional, a ausência de competição em mercados econômicos, o nepotismo e o abuso de poder político (ZINGALES, 2012). Segundo o autor, todos esses fatores provocam distorções na relação empresa-governo, visivelmente expostos com distribuição de licenças, financiamentos bancários direcionados, isenções e descontos em impostos e outras formas de intervencionismo.

Além disso, grande parte dessas relações é marcada por escândalos de corrupção e crimes de tráfico de influência, exploração de prestígio, lavagem de dinheiro e evasão de divisas (SELIGMAN e MELLO, 2018). Por exemplo, na pesquisa dos autores é citado que durante a Operação Lava Jato, o ex-diretor da Odebrecht afirmou que o relacionamento da empresa com o setor público era marcado por três vertentes: contratos públicos, pessoas facilitadoras do esquema e pagamentos de propinas.

Por essa razão, o objetivo principal é verificar se as conexões políticas, praticadas pelas empresas brasileiras listadas na B3, influenciam o seu desempenho econômico-financeiro futuro. Adicionalmente, aferir se essas conexões induzem o acesso a contratos públicos com o Governo Federal nos quatro anos após as Eleições Gerais. Para a consecução desse intento, será realizado um estudo longitudinal com dados em painéis, utilizando-se regressões lineares múltiplas (efeitos fixos, aleatórios e *pools*) e, ainda, uma regressão *logit* estimada pelo método da máxima verossimilhança.

Embora a discussão sobre a participação do governo na economia não seja recente, esse tema é atual e respostas sobre o posicionamento do governo têm ganhado destaque na academia e principalmente no Brasil (CAMILO et al., 2017). Assim, a seguir apresentam-se os motivos que tornam esta pesquisa relevante.

Primeiramente, apesar do avanço nas discussões sobre o assunto, a exploração do tema ainda é incipiente no Brasil e a literatura é inconclusiva sobre os motivos pelos quais empresas doadoras para campanhas eleitorais conseguem acesso privilegiado a contratos públicos, já que a Lei nº 8.666/93 proíbe a adjudicação de contratos sem o devido certame licitatório (PEREIRA, 2014).

Posteriormente, as campanhas eleitorais brasileiras são as que mais demandam recursos no mundo, de maneira que o valor delas é um fator determinante no resultado das eleições (SAMUELS, 2001). E, ainda, o baixo nível de desenvolvimento institucional das agremiações favorece a criação de um ambiente propício à influência empresarial (CLAESSENS et al., 2008).

Por conseguinte, as inovações na legislação eleitoral, tais como o julgamento realizado pelo Supremo Tribunal Federal, em 2015, declarando inconstitucionais as doações realizadas por pessoas jurídicas às campanhas eleitorais (ADI nº 4650), a minirreforma eleitoral de 2017 que incluiu o financiamento coletivo “*crowdfunding*”, como uma nova modalidade de arrecadação financeira para campanhas eleitorais (Lei nº 13.488/2017) e a criação do Fundo Especial de Financiamento de Campanha, de quase dois bilhões de reais para serem utilizados exclusivamente nas campanhas eleitorais em 2018 (Lei nº 13.487/2017).

Por fim, acrescenta-se que nos últimos anos o cenário brasileiro foi palco de um dos maiores escândalos de corrupção até então registrados, a tão polêmica operação “Lava Jato”, envolvendo o alto escalão político e empresas privadas que movimentavam bilhões de reais em esquemas de lavagem de dinheiro (ARAUJO e RODRIGUES, 2017).

Assim, atendendo ao critério de originalidade defendido por Marconi e Lakatos (2010), este trabalho se diferencia demais por (a) avaliar o desempenho das empresas no período pré e pós-mudança na legislação de financiamento das campanhas; (b) avanços metodológicos em relação às pesquisas já realizadas sobre o tema, ao incluir na mesma análise estimação por efeitos fixos, aleatórios e *pools* e (c) ser o primeiro estudo aqui no Brasil a verificar se o financiamento da campanha eleitoral influencia o acesso a contratos com o Governo Federal.

Os resultados indicam que as conexões políticas influenciam o futuro desempenho econômico-financeiro das firmas, sendo essa influência negativa quando mensurada por meio do ROE, Índice EBITDA e MTB, e positiva se calculada pelo Q de TOBIN. Constatou-se, ainda, que financiar campanhas de candidatos que se sagraram vitoriosos nas Eleições Gerais de 2006, 2010 e 2014, aumenta em 11,15% as chances de celebrar contratos com o Governo Federal nos quatro anos posteriores ao pleito, quando comparado àquelas empresas que não se conectaram politicamente.

As contribuições complementam os estudos realizados até o momento, bem como ampliam o entendimento sobre as causas e fatores que determinam a conectividade política das empresas, no momento em que se analisa o período após o julgamento da ADI nº 4650 que declarou inconstitucionais as doações de campanhas realizadas por pessoas jurídicas. Acredita-se, veementemente, que os resultados encontrados possam incentivar novas pesquisas sobre o assunto.

Em termos práticos, espera-se que os resultados possam subsidiar propostas de alteração das normativas que regem o financiamento de campanhas, uma vez que as doações realizadas por pessoas jurídicas ainda é um assunto polêmico e carente de estudos empíricos que evidenciem os benefícios e malefícios desse ato. Ainda, o estudo pretende fomentar o controle social e instigar instituições como o TCU e Ministério Público a realizarem investigações sobre supostos casos de favorecimento em licitações realizadas pelo Poder Executivo Federal.

Por fim, a organização do trabalho segue a estrutura de vanguarda, após esta apresentação inicial, expõe-se a fundamentação teórica que sustenta a base da pesquisa, seguida pelos procedimentos metodológicos, resultados encontrados e conclusões gerais.

## Capítulo 2

### 2. REFERENCIAL TEÓRICO

#### 2.1 ESTRATÉGIAS POLÍTICAS CORPORATIVAS

Estratégias políticas corporativas compreendem a elaboração e execução de estratégias realizadas pelas empresas frente às incertezas políticas futuras, com o objetivo de alcançar sucesso fora do mercado tradicional e melhorar o desempenho (PARNELL, 2018). Duas teorias representam o ponto de partida para o estudo dessas práticas: a Teoria da Política Positiva, formatada por Riker em 1962, e Teoria da Ação Coletiva, desenvolvida por Olson em 1965 (BASTOS, 2012).

Nesse contexto, as lições de Riker (1962) representam uma exímia aplicação ao mundo real do conceito das coalizões políticas, fortemente sedimentada na teoria dos jogos, afirmando que para uma plataforma eleitoral conseguir uma maior adesão popular, os políticos racionais tendem a formar uma coalizão (acordo) tão grande quanto o necessário para vencer, nem maior, nem menor.

No âmbito das organizações, Olson (1965) ao analisar esse comportamento coletivo esclarece que quando se trata de objetivos econômicos, grupos de indivíduos com interesses comuns, geralmente, tentam promover seus propósitos, da mesma forma que indivíduos, em sua singularidade, agem em nome de seus objetivos pessoais. Dessa forma, numa acepção racional, todos sairiam vitoriosos caso houvesse essa cooperação. Entretanto, considerando a abordagem individual, o destaque nesse grupo continua sendo a estratégia que proporciona a recompensa mais vantajosa para cada um, independentemente da cooperação dos demais.

Na década de 80, o debate sobre essas estratégias ganhou uma amplitude maior e trabalhos como o de Ullmann (1985) e Bergenstein (1985) apontam uma mudança no rumo das visões políticas em direção à política nacional. Segundo eles, no modelo de estratégias políticas corporativas, o objetivo do empreendedor político é como o de todas as empresas politicamente ativas na política nacional: garantir acesso aos tomadores de decisão política e aumentar a rentabilidade das operações comerciais.

Barney (1986) afirma que as empresas com desejo de obter retornos acima do normal, esperados pela implementação de estratégias de mercado de produtos, devem estar melhor informadas em relação ao valor futuro dessas estratégias, comparando à outras empresas que atuam nos mesmos mercados com fatores estratégicos. Nesse sentido, as maneiras pelas quais as empresas podem se tornar mais informadas sobre o valor futuro das táticas implementadas incluem: a análise do ambiente competitivo, suas habilidades e capacidades únicas.

Na visão de Hillman (1999), os efeitos da política governamental sobre a posição competitiva das empresas apresentam determinantes que são importantes para o desempenho da empresa, por intermédio destes as empresas podem reforçar suas posições econômicas, impedir o progresso e a capacidade de competição de seus concorrentes nacionais e estrangeiros, bem como exercer seu direito a uma voz nos assuntos do governo.

Nota-se, portanto, que o comportamento político corporativo é uma tentativa de usar o poder do governo para levar adiante fins privados (MITNICK, 1993). Aliás, segundo Baysinger (1984), o objetivo geral do comportamento político é produzir resultados de políticas públicas que sejam favoráveis à sobrevivência e ao sucesso econômico contínuo. A medida em que as empresas individuais são capazes de

influenciar a natureza e a extensão das políticas públicas, o comportamento político corporativo pode ser visto como estratégico (SALORIO, 1993)

Segundo Baysinger (1984), a forma de implementação dessa influência no processo eleitoral se dá através de um Comitê de Ação Política – (PAC), uma organização que reúne as contribuições de campanha dos membros e doa esses fundos para fazer campanha a favor ou contra os candidatos. Há, ainda, a influência nos processos legislativos/regulatórios por meio da atividade de *lobbying*, formação de associações comerciais, implantação de um escritório político na capital do Estado e agendamento de reuniões para tratar de assuntos referentes aos seus interesses.

Complementando as formas de materialização dessas estratégias, Hysom e Bolce (1983), indicam também: a) o desenvolvimento de relações governamentais internas ou a capacidade de relações públicas alojadas dentro da empresa; b) a participação em associações comerciais; c) a formação de coalizões *ad hoc* e outros grupos políticos, e; d) estabelecimento de uma capacidade de financiamento da campanha.

## 2.2 O LOBBY CORPORATIVO NO BRASIL E NO MUNDO

Objeto de tanta discussão, o termo “lobby” originou-se na palavra inglesa que significa “saguão” ou “antessala”, em referência à atividade de pessoas que ficavam numa sala intermediária no Parlamento Britânico, com o objetivo de influenciar políticos para aprovar medidas legislativas que futuramente os beneficiaria (SELIGMAN e MELLO, 2018).



Para Farhat (2007) o primeiro registro dessa atividade ocorreu no episódio bíblico de Sodoma e Gomorra, no momento em que Abraão negociou com Deus para que poupasse da destruição cerca de cinquenta habitantes da cidade, visto que os mesmos eram pessoas justas e não seria correto castigá-las por culpa de alguns adúlteros, corruptos e infiéis.

A literatura mais recente define lobby como o processo em que os representantes dos mais diversos grupos organizados, atuando como intermediários, levam ao conhecimento das autoridades legisladoras os desejos de seus grupos (SELIGMAN e MELLO, 2018). Entretanto, segundo os autores, por conta de desconhecimento, muitos distorcem a sua natureza ao associar esta profissão com atos de corrupção ou atividades de tráfico de influência.

Dada a relevância, muitas pesquisas acadêmicas têm centrado suas atenções ao tema, tais como Deng e Kennedy (2010) ao evidenciar que na China, embora com um sistema político autoritário, nota-se um crescimento do lobby empresarial a nível nacional, tornando-se cada vez mais comum que as empresas tenham equipes aptas a tomarem conta das intenções e assuntos junto ao governo.

Bard e Jakob (2011) ressaltam que em um cenário de pobreza, o lobby não seria utilizado, pois não há busca pelo desenvolvimento contínuo, tornando o suborno relativamente comum nesses países, sendo o lobby frequentemente utilizado em países mais desenvolvidos econômica e politicamente.

Sobre o tema, os principais estudos são os de: Faccio (2006), Monika Turyna (2011), Nicolas Marceau e Michael Smart (2003), Chen et al. (2010), Yuan et al. (2016), Zhang (2017), Petmezas (2017), Zhao (2017), Yuan et al. (2017), Knai et al. (2017), Balsiger (2018), Jernigan et al. (2018), Young et al. (2018), Raghunat (2018).

O surgimento do lobby nos Estados Unidos tem suas origens ligadas ao pluralismo político partidário e deu-se de maneira descentralizada nos estados norte americanos, iniciando a nível estadual e, posteriormente, se consolidando a nível federal. Segundo a autora, o estado de Massachusetts foi o primeiro a normatizar esse instituto em 1890 e a Pensilvânia, o último, em 2007 (DIAS, 2017).

De forma geral, a principal regulação da atividade é o *Lobbying Disclosure Act* – LDA (1995), posteriormente emendado pelo *Honest Leadership and Open Government Act* (2007). É importante lembrar que a atividade também é regulada por leis que previnem o conflito de interesses, fomento de informações financeiras de funcionários públicos, códigos de ética e pela Constituição que assegura o direito de petição, aos cidadãos que fazem parte de grupos de pressão (SANTOS e CUNHA, 2015).

Devido a relevância, diversas pesquisas acadêmicas têm estudado o fenômeno, tais como Hall (1970), Manley (1978), McConnell (1979), Wright (1989), Melvin (1997), Johansen (1999), Coate (2001), Feldmann e Bennedsen (2002), Cheikbossian (2004), Gawande e Hoekman (2006), Nownes (2006), Wong (2007), Walker (2009), Timmons et al. (2009), Holyoke et al (2010), Richardson (2010), Yang (2010) e Upadhyay et al. (2018).

De acordo com Santos e Cunha (2015) a regulamentação do lobby e a atuação por meio de grupos de interesse não são uma realidade consolidada na América Latina, ocorrem discussões sobre o tema em poucos países, como Argentina, Chile e Peru, sempre de forma pontual e discreta, limitando-se a leis que ampliam relações de transparência no setor público. Segundo os autores, não há registros de discussões semelhantes em países como Bolívia e Paraguai (SANTOS e CUNHA, 2015).

No caso do Chile, a atividade se tornou lei em 2014, prevendo o registro de profissionais que atuam por grupos de interesse a partir do agendamento de sua primeira reunião com funcionários públicos. No entanto, é de responsabilidade do agente público divulgar as informações sobre a reunião, seus participantes e as principais questões discutidas na oportunidade (OECD, 2014).

No caso brasileiro, a primeira iniciativa de regulamentação foi empreendida pelo senador Marco Maciel, em 1978, sendo reeditado em 1984. Desde então, somam-se nada menos que dezessete proposições legislativas com o mesmo objetivo, indicando forte preocupação com a regulamentação da atividade que não é nova e tem ocupado parte considerável da atenção dos parlamentares, há mais de trinta anos (SANTOS e CUNHA, 2015).

A impossibilidade de um acordo político sobre a regulamentação mostra o quão polêmica é a decisão. Defensores da proposta sustentam que a regulamentação do lobby contribuirá com a transparência, *accountability*, efetividade de políticas públicas e a noção errônea de clandestinidade da atividade chegaria ao fim (GOZETTO, 2014). Por outro lado, a crítica contrária se apoia na ideia de que a legalização aumenta o poder da classe mais organizada e poderosa em detrimento dos interesses coletivos da sociedade, fazendo com que o poder legislativo perca sua credibilidade junto à população e o torne uma instituição tendenciosa aos interesses privados (SANTOS e CUNHA, 2015).

Críticas à parte, o poder legislativo tem envidado esforços na tentativa de regulamentar o *lobby* no Brasil, se empenhando, principalmente, na conceituação dos termos, garantia a participação da população nas discussões e *accountability* da atividade (DIAS, 2017).

No âmbito acadêmico nacional, há um número limitado de bibliografias sobre o tema, as mais relevantes são: Santos e Cunha (2015), Costa e Abdalla (2017), Dias (2017) e Bandeira de Mello et al. (2017) que estudou o *procurement lobbying* – uma espécie de lobby nas contratações públicas.

Registra-se que, apesar de o Brasil não dispor de uma legislação específica que regule a atividade, existem várias regras que afetam indiretamente lobistas: o direito constitucional de petição e liberdade de associação, direito dos interesses coletivos serem representados por associações, o direito penal brasileiro que trata do suborno, o tráfico de influência e corrupção, além de outras disposições legais que tentam lidar com a influência do dinheiro sobre a política (SANTOS e CUNHA, 2015).

## 2.3 CONEXÕES POLÍTICAS NO CENÁRIO BRASILEIRO

Considerando que a atividade de lobby ainda não está regulamentada no Brasil, diversos estudos com temática semelhante ao termo, tais como: Camilo et al. (2017), Vasconcelos et al. (2016), Machado et al. (2015), Astorino (2015), Bandeira de Mello (2012), Brey et al. (2011) e Claessens et al. (2008) têm utilizado a expressão “conexões políticas” para se referir a associação entre doações para candidatos utilizarem em sua campanha eleitoral e o meio pelo qual as empresas que contribuíram esperam ser retribuídas.

O incentivo para as corporações se tornarem politicamente conectadas tem sido reconhecido entre os economistas por muitos anos e provavelmente foram reconhecidos pelos cidadãos dos países afetados por muitos mais (FACCIO, 2006). Em sua pesquisa, o autor, fornece uma visão abrangente das conexões políticas corporativas em torno do mundo, numa pesquisa que envolveu 20.202 empresas de

capital aberto em 47 países, evidenciando que essas conexões são particularmente comuns em países com índices de corrupção mais altos e em países que impõem restrições aos investimentos estrangeiros.

Sobre o mesmo assunto, Khwaja e Mian (2005) num estudo envolvendo mais de 90.000 empresas no Paquistão, no período de 1996 e 2002, verificou o efeito das conexões políticas nos empréstimos concedidos pelo setor bancário e evidenciou que o acesso diferenciado e o crédito subsidiado à empresa, politicamente conectada, afetam a entrada e saída de empresas no mercado, bem como suas estratégias competitivas em geral. O autor afirma que as empresas podem dedicar recursos para buscar esses empréstimos e, por consequência, construir laços políticos.

No Brasil, o estudo seminal sobre o tema ocorreu no trabalho de Samuels (2011), que examinando as Eleições Gerais de 1994 e 1998, revelou que as campanhas eleitorais brasileiras são extraordinariamente caras e a maior parte do dinheiro que a compõe é oriunda de fontes empresariais diversas. Nesse sistema capitalista eleitoreiro, o fator dinheiro aumenta a visibilidade dos candidatos melhor sucedidos economicamente, ao passo que a falta de recursos limita severamente a competitividade de muitos outros, principalmente quando possuem trajetória esquerdista.

O autor ainda afirma que o sistema de financiamento eleitoral, incipiente e mal regulamentado à época, acaba por afetar negativamente o processo democrático, pois mantém o *status quo*, fortalecendo ainda mais a velha política conservadora da elite dominante e interesses comerciais, além de limitar a participação de novas vozes nas instituições representativas do Brasil.

Adentrando um pouco mais nos estudos sobre as fontes desse financiamento, Claessens et al. (2008) numa pesquisa envolvendo 159 empresas listadas na bolsa no ano de 1998 e 216 listadas em 2002 mostraram que as firmas foram responsáveis por 14% do total das contribuições realizadas para candidatos ao cargo de deputado federal. As empresas que doaram para candidatos que se sagraram eleitos experimentaram retornos mais altos nas ações em torno das eleições de 1998 e 2002.

Para estabelecer a ligação entre doações de campanhas e favores políticos, os autores, usando uma estrutura de eixos firmes para mitigar o problema de variáveis omitidas, demonstraram que a alavancagem bancária das empresas que contribuíram para candidatos eleitos aumentou significativamente durante os quatro anos seguintes à eleição. Tais resultados indicam que o acesso a financiamento bancário é um canal importante através do qual as conexões políticas operam (CLAESSENS et al., 2008).

Grande parte das empresas utiliza desses vínculos políticos para minimizar incertezas futuras, diminuindo assim o seu custo de capital (BREY et al., 2011). De acordo com os autores, as empresas podem modificar sua estrutura de propriedade para melhorar o resultado. Nesse ensaio teórico, ficou demonstrado que o relacionamento entre empresa e governo acaba afeta negativamente o desempenho das empresas, tendo em vista que os objetivos do governo (de cunho político e assistencialista) são conflitantes com os demais acionistas, desencadeando o recorrente problema de agência. Os autores afirmam que uma forma de mitigar o problema seria reduzir o risco de intervenção política através de uma participação acionária mínima (BREY et al., 2011).

Analisando com mais essa equação, há empresas que necessitam de capital para o seu funcionamento e o Governo, que exerce importante papel na economia através do controle dos recursos financeiros e deliberação de políticas públicas (BANDEIRA DE MELLO et al., 2012). Segundo os pesquisadores, o engajamento político dessas empresas geralmente é instrumentalizado por mecanismos internos de governança.

A pesquisa, que analisou firmas não financeiras e sem regulamentação, listadas em bolsa, no período de 1999 a 2010, demonstrou que em períodos de incerteza política, as empresas intensificam suas estratégias, seja por doação de recursos às campanhas ou contratação de membros para o Conselho de Administração com experiência política. No estudo, não foi confirmada a correlação entre doações para campanhas e o desempenho das empresas, mensurado através de Q de Tobin e *Market-to-book* (BANDEIRA DE MELLO et al., 2012).

Em estudo posterior, as conclusões encontradas por esse autor foram coerentes com os resultados observados por Astorino (2015), que analisou as doações empresariais às campanhas eleitorais de 2002, 2006 e 2010, e não evidenciou relação estatística significativa entre a presença de membros do Conselho de Administração conectados politicamente e o desempenho, mensurado através do Q de Tobin, ROA, EBTIDA e EBITAT.

Nesse contexto, resultados semelhantes também foram encontrados por Vasconcelos et al. (2016), ao analisar dados de 132 companhias listadas em bolsa demonstraram que não há diferença estatística entre o desempenho (mensurado através do ROE) de empresas que doaram para campanhas eleitorais de 2014 em relação àquelas sem qualquer conectividade.

Destaca-se, nessa pesquisa o fato de que a Análise de Correspondência Múltipla apontou uma alta associação entre conexões políticas e o tamanho das empresas da amostra, indicando que um maior porte empresarial possibilita as mesmas se conectarem com mais facilidade. As demais associações identificadas referem-se à baixa relação com rentabilidade e empresas com pequeno porte (VASCONCELOS et al., 2016).

Numa pesquisa mais robusta, Camilo et al. (2017), analisando as empresas não financeiras listadas na BMF & Bovespa, no período de 1998 a 2015 (compreendendo cinco eleições e 17 anos de observação), concluíram que não há evidências empíricas que permitam afirmar o efeito das doações para campanhas no custo de capital e desempenho das empresas conectadas como diferente de zero. Os resultados do trabalho não sustentaram a predição teórica de que haveria influência das conexões políticas por doações nas variáveis dependentes.

Não obstante ao exposto, uma questão intrigante do trabalho acima informado é o fato de que se encontrou correlação positiva entre a variável dependente desempenho (mensurado através de alavancagem, ROA e ROE) e a variável independente doações para campanha. Contudo, o poder de predição do modelo *R-squared overall* não se mostrou significativo, indicando a necessidade de pesquisas adicionais com novos métodos ou amplitude de variáveis (CAMILO et al., 2017).

Da análise histórica dos estudos realizados nota-se que os mesmos são controversos entre si, as pesquisas se iniciam evidenciando uma correlação estatística positiva em relação às conexões políticas e o desempenho das empresas. Contudo, em trabalhos mais recentes verifica-se uma mudança nos resultados encontrados, sugerindo que novos estudos devem ser realizados para o



deslinde da questão-problema. Nesse contexto, a primeira hipótese dessa dissertação ganha envergadura e se sujeita a realização de testes capazes de verificar a sua autenticidade:

**H1 – As conexões políticas praticadas pelas empresas listadas em bolsa influenciam o desempenho econômico-financeiro futuro auferido por elas.**

## 2.4 FINANCIAMENTO DE CAMPANHAS ELEITORAIS NO BRASIL

Nas últimas décadas houve uma transformação da retórica política em todo o mundo, notadamente porque Eleições regulares entre partidos e movimentos políticos concorrentes se tornaram o método dominante na seleção de governos, em substituição a um pequeno número de regimes que pretendem aderir a uma ideologia de governo alternativa à democracia (UFEN et al., 2014). Segundo os autores, nesse processo, partidos políticos e candidatos precisam de suporte financeiro a fim de alcançar o eleitorado e explicar seus objetivos e políticas, bem como receber informações das pessoas sobre seus pontos de vista.

De acordo com Ufens et al. (2014), nesse sistema, define-se financiamento político como o custeio (legal e ilegal) de atividades em curso de um partido político e de campanhas eleitorais (em particular, as campanhas de candidatos e partidos políticos). Os autores afirmam que tal aporte financeiro, por um lado fortalece partidos e candidatos a concorrer eleições em condições mais igualitárias, porém, pode ser utilizado de forma diversa dos ideais de inclusão e justiça nos quais a ideia do processo democrático se baseia.

No caso do Brasil, o tema foi disciplinado pela primeira vez no Código Eleitoral de 1950 (Lei nº 1.164/50), não vigente hoje, no qual estabelecia que os partidos fossem obrigados a estabelecer valores máximos a serem gastos pelos candidatos e limites das contribuições dos seus filiados (Lei nº 1.164/50, art. 143).

Durante a ditadura militar, se por um lado o cenário político brasileiro experimentou um intenso atraso, por outro, houve a elaboração de diversas leis fundamentais no processo de financiamento privado das plataformas eleitorais. Inclusive, segundo os autores, foi justamente durante a ditadura militar a criação do Código Eleitoral (Lei nº 4.737/65) e a Lei de Organização dos Partidos Políticos (Lei nº 4.740/65, revogada pela Lei nº 5.682/71).

Embora a Lei nº 4.740/65 não esteja mais em vigor, a Constituição Federal de 1988 contemplou em seus dispositivos regramentos expressos no sentido de que as agremiações políticas com determinada representatividade na Câmara dos Deputados têm direito aos recursos do Fundo Partidário nos termos da lei (CF/88, art. 17).

Segundo Oliveira e Apolinário (2015) o marco inicial do financiamento misto de campanhas ocorreu com o advento da Lei nº 4.740/65, que criou o Fundo de Assistência aos Partidos Políticos, também chamado de Fundo Partidário, constituído por dotações orçamentárias da União, multas, penalidades e outros recursos financeiros que lhes forem atribuídos por lei (Lei nº 9.095/95, arts. 38 a 44).

Destaca-se que as bases normativas que regem a matéria encontram-se insculpidas na Lei nº 9.096/95, também chamada de Lei dos Partidos Políticos e na Lei nº 9.504/97 que, em diversos dispositivos, normatiza as finanças partidárias.

Até o exercício de 2015, o candidato a cargo eletivo poderia se utilizar de recursos repassados pelo comitê financeiro, doações de pessoas físicas ou jurídicas ou recursos próprios (Lei nº 9.504/97, art. 20). Até aquele exercício os diretórios partidários poderiam constituir comitês financeiros com o intuito de arrecadação de receitas para serem gastos durante o pleito (Lei nº 9.504/97, art. 19).

Este cenário permaneceu até a decisão proferida pelo STF em sede da Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) nº 4.650, em 2015, em que declarou inconstitucionais as contribuições de pessoas jurídicas às campanhas eleitorais, após novos escândalos de corrupção envolvendo empresas privadas no financiamento de campanha eleitoral, resultando, portanto, na proibição de pessoas jurídicas doarem para candidatos ou partidos (SANTOS e SILVA, 2017).

Segundo os autores, a decisão da ADI supracitada juntamente com a edição da Lei nº 13.165/2015 foram responsáveis por alterações no Código Eleitoral, Lei nº 9.504/97 e ainda na Lei nº 9.096/95. Destacam, ainda, que todo esse processo de mudanças eleitorais ficou conhecido como a minirreforma eleitoral de 2015 que, inclusive, já foram aplicadas nas Eleições Municipais de 2016, e implicaram em mudanças significativas relacionadas à propaganda, limite de gastos, período de campanha eleitoral, dentre outros pontos.

No ano de 2017, duas outras mudanças ocorreram na legislação de financiamento de campanhas, uma delas advinda pela Lei nº 13.487/17, que instituiu o Fundo Especial de Financiamento de Campanha (FEC) e extinguiu a propaganda dos partidos na televisão e no rádio. E, a outra, pela Lei nº 13.488/17, que criou o financiamento coletivo de campanhas, ao prever que os “pré-candidatos” poderiam arrecadar recursos de pessoas físicas, desde que atendidos os requisitos legais.

Em síntese, para as Eleições vindouras de 2018 foram admitidos recursos destinados às campanhas eleitorais provenientes de pessoas físicas, sendo que as únicas pessoas jurídicas permitidas a realizar doações são os próprios candidatos e partidos políticos (Res. TSE nº 23.553/2017, art. 17). Também é possível a arrecadação decorrente do Fundo Partidário, do FEFC e venda de bens, realização de eventos, dentre outros (Res. TSE nº 23.553/2017, art. 17, inciso V).

Depreende-se das diversas alterações dos normativos vigentes que a legislação não deseja impossibilitar a entrada de aportes financeiros nas eleições - até porque as eleições geram gastos -, mas sim a influência destes na disputa eleitoral (SANTOS e SILVA, 2017). Os autores afirmam que a influência do poder econômico no pleito ocorre não somente quando este é capaz de gerar um desequilíbrio entre os concorrentes, mas também gerando um resultado duvidoso, afetando, por consequência, os princípios democráticos em sua essência.

Fazendo uma correlação entre doações para plataformas eleitorais e contratos públicos, no escândalo envolvendo a Petrobrás que começou a se desenrolar em 2014, há relatos que 3% dos contratos da petroleira eram desviados para o PT e seus aliados no PMDB e PP (MELLO e SIGMAN, 2018). Os autores destacam que embora as transgressões individuais e o enriquecimento ilícito sejam comuns, muitas vezes as formas mais organizadas de obtenção da renda na política estão associadas ao financiamento de campanha.

Segundo os autores, essas formas de corrupção podem seguir dois rumos: o primeiro é a extração de recursos do setor público, canalizando-os diretamente para as campanhas políticas e a manipulação de compras, de modo a beneficiar os financiadores de campanha, vez que as receitas decorrentes desses contratos acabam por colocá-las em posição privilegiada em relação às demais.

Seguindo essa segunda linha de pesquisa, um último estudo brasileiro publicado sobre o tema foi do professor Bandeira de Mello et al. (2018), que por meio de uma pesquisa realizada em seis grupos de negócios e 17 decisões de crescimento, concluíram que a relação entre empresa e governo é importante para seu crescimento, porém, não necessariamente suficiente.

## 2.5 CONTRATOS PÚBLICOS NO CENÁRIO POLÍTICO

Conforme consta no Art. 37, XXI da Constituição Federal de 1988, ressalvos os casos previstos em lei, as compras no âmbito público devem ser precedidas de processo licitatório que assegure condições de igualdade entre todos os participantes para que, ao final, seja escolhida a proposta mais vantajosa à administração (CF/88, Art. 37, XXI).

Segundo Alexandrino e Paulo (2008), para a celebração de contratos com a administração pública é necessário, primeiramente, a realização de um procedimento licitatório com participantes em condições de igualdade e propostas vantajosas para órgão licitante. Assim, os contratos funcionam como um acordo de interesses entre as partes, com o objetivo final de compra e venda de mercadorias (DINIZ, 2008).

Apesar do Art. 3º da Lei nº 8.666/94 dispor que a licitação deve se guiar pelos princípios da impessoalidade, igualdade, moralidade e legalidade, a pesquisa de Grossi e Pianezzi (2018) aponta que são recorrentes os casos de corrupção envolvendo a celebração de contratos públicos. Segundo os autores, a multiplicidade e heterogeneidade dos agentes envolvidos em certames licitatórios tornam o controle público mais complexo, facilitando, dessa forma, a propagação da corrupção.

Inclusive, a corrupção está diretamente relacionada com determinadas distorções desde a fase de elaboração do orçamento público, vez que parlamentares desejam-no âmbito de maximizar propinas tendem a alocar dotações orçamentárias em áreas com melhores oportunidades de suborno (MAURO, 1998). Evidentemente há um limite no tamanho dessa distorção, visto que os mesmos desejam manter a probabilidade de detecção razoavelmente baixa (HESSAMI, 2007).

Como os gastos com infraestrutura envolvem grandes quantidades de recursos públicos destinados a projetos altamente complexos, só compreendidos por determinados especialistas, tais parcelas do orçamento são o alvo primário das elites corruptas (FAZEKAS e TOTH, 2018). Segundo os autores, isso é amplamente evidenciado por escândalos e julgamentos, pesquisas de percepção e proxies cada vez mais eficientes em mensurar a corrupção.

No âmbito acadêmico, diversas pesquisas têm estudado o tema, tais como Gurpta et al. (2001) que evidenciou uma relação positiva entre corrupção e gastos com o setor militar e Mauro (1998) que encontrou evidências transversais entre corrupção e despesas educacionais. Outro estudo que merece destaque é o de Mo (2001), ao descobrir que um aumento de 1% no nível de corrupção reduz a taxa de crescimento econômico dos países em cerca de 0,72%.

Em recente pesquisa, Fanecas e Toth (2018) analisou contratações públicas dos países europeus no período de 2009 a 2014 e demonstrou que os efeitos da corrupção nesses contratos evidenciam-se através da (1) distorção da estrutura de gastos e desenho do projeto; (2) inflação de preços e (3) baixa qualidade dos produtos. Os autores argumentam que os países com maior necessidade de investimento em infraestrutura de transportes são os que apresentam os maiores riscos de corrupção.

Analizando as estruturas de governança corporativa que permeiam esses processos institucionais, Grossi e Pianezzi (2018) estudou as contratações públicas italianas, referentes ao evento da celebração do 150º aniversário da unificação italiana e demonstrou que estruturas de governança corporativas deficitárias acabam por enfraquecer o processo decisório, abrindo caminho para que a corrupção possa permear os processos licitatórios.

Além dos casos relatados anteriormente, a aquisição pública de bens e serviços é uma das principais áreas de risco de corrupção nos países em desenvolvimento, onde os regulamentos e a aplicação legal são fracos (AURIOL, STRAUB e FLOCHEL, 2015). Os autores afirmam que o custo estático da corrupção, a apropriação de fundos e os desvios da competição na atribuição de mercados públicos têm um impacto devastador sobre os agentes econômicos e, conseqüentemente, sobre a estrutura produtiva desses países.

Tal cenário se evidencia nos países da América Latina, inclusive no Brasil, onde empresas individuais demandam contribuições para o processo político e acabam pagando por isso. Segundo os autores, essas economias são dominadas por corporações multinacionais e conglomerados domésticos altamente diversificados que são frequentemente controlados por famílias solteiras (BOAS et al. 2014), corroborando com os resultados da pesquisa de La Porta et al. (1998).

Nesses países o presidencialismo permite uma maior volatilidade nas políticas de interesse para as empresas, incentivando-as a cultivar laços diretos com os políticos (SCHNEIDER, 2013). O autor afirma que a representação proporcional torna as coalizões legislativas a norma, exercendo um controle sobre o poder executivo e oferecendo uma variedade de partidos e políticos que as empresas podem pagar para obter influência política.

Um bom exemplo sobre essas coalizões foi apresentado no trabalho de Boas et. al (2014) que ao estudar o efeito das conexões políticas, nos contratos públicos no período de 2006 a 2010, descobriu que o Partido dos Trabalhadores concedeu poucos ministérios aos partidos aliados e procurou controlar as decisões de gastos e nomeações nesses mesmos ministérios, liderado por um membro da coalizão. Na pesquisa, ficou evidenciado que para as empresas de obras públicas que contribuem para o legislativo do partido, doações de campanha podem, de fato, comprar resultados de políticas públicas.

No mesmo sentido, Pereira (2014) analisou 1.107 contratos de obras rodoviárias celebrados pelo DNIT e concluiu que as empresas que realizam doações para campanhas eleitorais obtém desconto de 1,5% no preço de referência da administração se comparar com as empresas não doadoras.

A pesquisa de Araujo e Rodrigues (2017) indicou que as empresas envolvidas na Operação Lava Jato tiveram um retorno acumulado anormal, negativo, quando comparado com empresas não envolvidas na operação. Os autores afirmam que, na pesquisa, ficou perceptível que a corrupção afeta negativamente o valor de mercado das empresas, em que os altos níveis de corrupção podem estar associados à citação e fatos divulgados nas fases da operação.

Registra-se que dentre os assuntos mais investigados pela literatura nacional, merecem destaque os que envolvem a contratação e a concessão de serviços em obras públicas, além da regulamentação e patentes na indústria farmacêutica e outros relacionados à questões ambientais (COSTA e ABDALLA, 2017). Os autores afirmam que uma das formas para se mapear a extensão e as consequências do *lobbying* corporativo se dá através de estudos bibliométricos, tendo como filtro as práticas de lobby nas obras públicas.



Seguindo esse indício literário, num trabalho mais recente, Bandeira de Mello et al. (2017), em uma pesquisa envolvendo 16 estudos de caso e 13 entrevistas, realizado em empresas multinacionais, apresentou um conceito, até então, novo na literatura brasileira, o “*procurement lobbying*”, cujo significado refere-se ao uso de estratégias políticas, por parte das organizações, com o objetivo de influenciar contratos governamentais. Nesse estudo, ele aponta evidências que vendas para entes governamentais podem influenciar as decisões de atividades políticas organizacionais e da atividade de *lobbying*.

Nesse contexto, pautado na teoria já consolidada sobre o tema, exsurge a segunda hipótese de pesquisa para ser submetida a testes capazes de aferir sua autenticidade:

**H2 – As conexões políticas cultivadas pelas empresas listadas em bolsa influenciam no acesso das mesmas a contratos públicos com o Governo Federal, quando comparadas àquelas que não se conectam politicamente.**

## Capítulo 3

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Como população, foram definidos o conjunto das empresas brasileiras listadas na Brasil Bolsa Balcão – B3, com situação ativa e cancelada, no período de 2006 a 2016 – devido à disponibilização dos dados sobre contratos no Portal da Transparência do Governo Federal e base de dados Econômica, que representou, inicialmente, 404 empresas.

Desse universo, foram excluídas: a) as empresas permissionárias ou concessionárias de serviço público porque não podem realizar doações às plataformas eleitorais, conforme Art. 24 da Lei nº 9.504/97 (66 empresas); c) empresas de setores econômicos em que nenhuma delas realizou doação para campanha em nenhuma das três eleições observadas (28 empresas) – pela necessidade de fazer análises de regressão e teste de média mais apurado entre os setores realmente envolvidos em conexões políticas.

Ainda foram excluídas as empresas com patrimônio líquido negativo, praxe essa que se observa nas pesquisas de campo que versam sobre o mesmo tema (88 empresas). Ao final, haviam 222 empresas, estudadas durante 12 anos (Eleições de 2006, 2010 e 2014), que resultou em 1.344 observações, após dropados os *missing values*, bem como realizada a winsorização a 2,5% para mitigar possíveis *outliers* na pesquisa.

Optou-se por trabalhar com empresas listadas na bolsa em razão de apresentarem maior transparência dos dados e serem devidamente auditadas, fato esse que confere maior segurança e credibilidade dos dados. Além disso, segundo Camilo (2011), essas empresas estão submetidas a outros mecanismos de controle, tais como transparência das informações (*disclosure*), prestação de contas e responsabilização (*accountability*), equidade do tratamento dos acionistas (*fairness*) e obediência às leis (*compliance*).

Já em relação ao período de observação, o mesmo foi escolhido visto que em 2015 o STF julgou a Ação Direta de Inconstitucionalidade – ADI nº 4650, declarando inconstitucionais as doações de campanhas decorrentes de pessoas jurídicas. Dessa forma, esta pesquisa analisa o comportamento das empresas no período pré e pós mudança na legislação eleitoral, comparando, dessa forma, os reflexos que a alteração nesses normativos, por ventura, causaram nas empresas listadas na B3.

Para compilação das informações sobre o desempenho da empresa e demais dados patrimoniais, econômicos e financeiros das empresas, no período de 2006 a 2018, foram utilizadas as informações disponíveis na Economática. No que se refere às doações de recursos para as campanhas presidenciais de 2006, 2010 e 2014 as informações foram extraídas do repositório de dados do Tribunal Superior Eleitoral. Por fim, os dados sobre os contratos assinados entre as empresas e o Governo Federal, no período de 2005 a 2017, foram coletados do Portal da Transparência do Governo Federal.

### 3.2 DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS E MODELO ECONOMETRICO 01

Para testar a autenticidade da Hipótese 01 desta pesquisa, qual seja, se as conexões políticas praticadas pelas empresas brasileiras listadas na B3 influenciam o futuro desempenho econômico e financeiro auferido por elas, foi utilizado método de regressão linear múltipla, sendo os dados em painel, efeitos fixos, aleatórios e *Pools*, com coeficiente de robustez para evitar problemas de heterocedasticidade, conforme equação abaixo.

**Equação (1):**

$$Desemp_{it+j} = \beta_0 + \beta_1 \text{Conexões Políticas}_{ie} + \beta_2 \text{Tamanho}_{it} + \beta_3 \text{Alavancagem}_{it} + \beta_4 \text{Capex}_{it} + \beta_5 \text{Intangível}_{it} + \varepsilon$$

Nessa equação, a variável  $Desemp_{it+j}$  assume o papel de variável dependente e evidencia o desempenho da empresa “i” no ano “t + j”, onde “j” representa os quatro anos seguintes à doação realizada, sendo j = 1 no caso da doação ocorrer no primeiro ano após a eleição; j = 2 no caso da doação ocorrer no segundo ano após a eleição; j = 3 no caso da doação ocorrer no terceiro ano após a eleição e j = 4 no caso da doação ocorrer no quarto ano após a eleição.

Neste caso, o desempenho será mensurado por meio dos seguintes indicadores: a) Retorno sobre Capitais (ROE); b) *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA); c) *Market-to-book* – MTB e d) Q de Tobin. Impende pontuar que a forma de mensuração das variáveis dependentes e independentes, analisadas nesse modelo, assim como bibliografia de sustentação, encontram-se especificadas na Tabela 01.

Na sequência, a variável  $ConexPol_{ie}$  assume o papel de variável independente e representa o logaritmo do valor das doações à campanha do candidato vencedor, realizada pelas empresas brasileiras listadas na B3 nas Eleições Gerais de 2006, 2010 e 2014. Por fim, as variáveis “Tamanho”, “Alavancagem”, “Capex” e “Intangível” representam as variáveis de controle apresentadas pela literatura, cuja descrição pormenorizada encontra-se evidenciada na Tabela 01.

### 3.3 DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS E MODELO ECONOMETRICO 02

Na sequência, para aferir a veracidade da hipótese 02, qual seja, se as conexões políticas praticadas pelas empresas listadas na B3 influenciam seu acesso a contratos firmados com o Governo Federal, utilizou-se a regressão logística – técnica de estimação da probabilidade de ocorrência de uma determinada resposta em função de determinadas variáveis independentes (LEVINET et al., 2017).

**Equação (2):**

$$ContratosPub_{it+j} = \beta_0 + Dummy_{ConexPol_{ie}} + \beta_2 Tamanho_{im} + \beta_3 Alavancagem_{im} + \beta_4 Capex_{im} + \beta_5 Intangível_{im} + \varepsilon$$

Na Equação 2,  $ContratosPub_{it+j}$  indica a probabilidade das empresas que realizaram doações nas campanhas eleitorais de 2006, 2010 e 2014, celebrarem contratos públicos com o Governo Federal nos quatro anos posteriores a essas eleições. Na sequência, a variável  $Dummy_{ConexPol_{ie}}$  assume o papel de variável independente, qualitativa e dicotômica (“1” no caso da empresa realizar doação para campanha e “0” em caso negativo), nas Eleições Gerais de 2006, 2010 e 2014. Por fim, as variáveis de controle “tamanho, alavancagem, capex e intangível” foram calculadas como sendo a média dos valores nos quatro anos antes das eleições.

### 3.4 FORMA DE MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS

Apresentadas as variáveis dependentes, independentes e de controle utilizadas nesta pesquisa, este tópico apresenta a forma de mensuração das variáveis utilizadas, bem como a literatura de sustentação.

De acordo com Nogueira et al. (2010) a variável Q de Tobin pode ser mensurada pela somatória do valor das ações da empresa e valor de mercado do passivo circulante e não circulante, dividido pelo valor de reposição dos ativos. Nesta pesquisa, optou-se por utilizar o modelo de aproximação proposto por Chung e Pruitt (1994), visto que o mesmo emprega somente dados contábeis, com exceção do valor de mercado das ações, dessa forma, facilitando o seu cálculo a partir das informações encontradas nos demonstrativos contábeis.

Já a utilização do *Market-to-book* justifica-se por mensurar as oportunidades de crescimento das empresas, sendo medido por meio da divisão entre o valor de mercado da firma e o patrimonial líquido da ação (SOUZA, 2014).

De acordo com Marion (2001) o desempenho de uma empresa pode ser mensurado em função dos investimentos, sendo o *Return on Equit* – ROE, também chamado de Retorno sobre o capital investido pelos proprietários, medido pela divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido.

A utilização do Índice EBITDA deve-se ao fato de que o mesmo é uma junção de indicadores que medem, ao mesmo tempo, o desempenho da empresa sob o prisma financeiro e econômico (VASCONCELOS, 2002).

Segue abaixo a tabela resumo das variáveis utilizadas nesta pesquisa.

**TABELA 1: RESUMO DAS VARIÁVEIS**

| Variável              | Proxy                                                                                                                                                                                           | Sinal esperado | Fonte                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Q de Tobin            | Valor de mercado das ações mais Passivo Circulante e Passivo Não Circulante, dividido pelo Ativo Total.                                                                                         | +              | Cao et al. (2018), Unsal (2016), Astorino (2015), Bandeira de Mello et al. (2012), Camilo (2011), Claessens et al. (2008), Cho (1998), Pruit e Chung (1994), Traman e Ramanujan (1986).                                                                                                                                       |
| <i>Market-to-book</i> | Valor de mercado da empresa dividido pelo valor do Patrimônio Líquido.                                                                                                                          | +              | Camilo et. al (2017), Bandeira de Mello et. al (2012), Camilo (2011), Wong e Zang (2007) Traman e Ramanujan (1986).                                                                                                                                                                                                           |
| ROE                   | Valor do Lucro Líquido do Exercício dividido pelo Patrimônio Líquido                                                                                                                            | +              | Camilo et. al (2017), Pinheiro et. al (2016), Camilo (2011), Okhmatovski (2010), Li et. al (2008)                                                                                                                                                                                                                             |
| Índice EBTDA          | Lucro da empresa antes dos juros, impostos, depreciação e amortização, também chamada de LAJIDA.                                                                                                | +              | Astorino (2015) e Bandeira de Mello et. al (2013).                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Conexões Políticas    | Logaritmo do valor doado pela empresa nos ciclos eleitorais de 2006, 2010 e 2014.<br><br>No caso da regressão <i>logit</i> , assume “1” se a empresa doou para campanha e “0” em caso negativo. | +              | Cao et. al (2018), Camilo et. al (2017), Unsal et. al (2016), Pinheiro et. al (2016), Astorino (2015), Pereira (2014), Bandeira de Mello et. al (2013), Bandeira de Mello et. al (2012), Camilo (2011), Chen et. al (2010), Claessens, Feijen e Laeven (2008), Tullok (1988), Appelbaum e Katz (1987) e Mahon e Edwin (1981). |
| Contratos Públicos    | No caso da regressão <i>logit</i> , assume “1” caso a empresa celebrou contratos com o Governo Federal nos 4 anos após a eleição e “0” em caso negativo.                                        | +              | Boas et. al (2014), Pereira (2014), Coviello e Gagliarducci (2010) e Rumba e Jasciens (2009),                                                                                                                                                                                                                                 |
| Tamanho da empresa    | Logaritmo natural do valor de mercado do patrimônio líquido                                                                                                                                     | +              | Cato et. al (2018), Unsal et. al (2016), Pinheiro et. al (2016), Astorino (2015), ), Mathur (2013), Bandeira de Mello et. al (2013), Bandeira de Mello et. al (2012), ), Chen et. al (2010), Claessens, Feijen e Laeven (2008) e Titman e Wessls (1988).                                                                      |

|             |                                                                             |   |                                                                                                                                                                                  |
|-------------|-----------------------------------------------------------------------------|---|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Alavancagem | Razão entre o valor contábil da dívida de longo prazo e o total dos ativos. | + | Camilo et. al (2017), Astorino (2015) Camilo (2011), Faccio et. al (2006), Procianny e Schnorrenberg (2004), Bandeira de Mello et. al (2013), Claessens, Feijen e Laeven (2007). |
| Capex       | Valor do investimento em bens de capitais.                                  | + | Astorino (2015), Claessens, Feijen e Laeven (2007).                                                                                                                              |
| Intangíveis | Mensurado como um menos a razão do ativo imobilizado e o ativo total.       | + | Cao et. al (2018)                                                                                                                                                                |



## Capítulo 4

### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após a explanação dos procedimentos metodológicos utilizados nesta pesquisa, o objetivo desta unidade é apresentar as discussões sobre os resultados obtidos após a realização dos testes estatísticos. Contudo, antes de debater os resultados alcançados por meio das análises de regressões e teste de diferença de média entre os grupos amostrais, faz-se necessário a exposição das estatísticas descritivas dos dados utilizados.

#### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Quando se trabalha com uma quantidade grande de variáveis quantitativas – como no caso deste trabalho – pode ser útil para o pesquisador se valer de medidas de redução de dados, representadas por funções da amostra sintetizadas, capazes de resumir as principais informações (CASELLA e BERGER, 2011). Desta forma, a Tabela 02 abaixo apresenta as estatísticas descritivas da pesquisa, cujos comentários serão tecidos na sequência.

**Tabela 02: ESTATÍSTICA DESCRITIVA**

| Variável           | Observ. | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo |
|--------------------|---------|-------|---------------|--------|--------|
| Conexões Políticas | 1.344   | 2.21  | 4.89          | 0      | 14.95  |
| ROE                | 1.344   | 0.98  | 0.15          | -0.32  | 0.49   |
| EBITDA             | 1.344   | 0.10  | 0.07          | -0.05  | 0.31   |
| MTB                | 1.344   | 2.17  | 2.32          | 0.21   | 0.11   |
| Q de Tobin         | 1.344   | 0.34  | 0.28          | 0.05   | 1.50   |
| Tamanho            | 1.344   | 14.26 | 1.84          | 10.27  | 17.76  |
| Alavancagem        | 1.344   | 1.08  | 1.34          | 0.52   | 6.66   |
| Capex              | 1.344   | 0.05  | 0.06          | -0.02  | 0.24   |
| Intangível         | 1.344   | 0.73  | 0.22          | 0.20   | 0.99   |

A partir dos dados da Tabela 02 pode-se inferir, dentre outras informações, que a média de doação das 1.344 empresas analisadas, após a transformação dos valores em logaritmo para moeda real, foi de R\$ 19.126.281,89, sendo que em algum momento ao longo desses doze anos de observação, o mínimo doado foi de R\$ 0,00 (zero reais) pelas várias empresas que não se envolveram em conexões políticas e o máximo foi de R\$ 116.370.281,89 – doado pela empresa JBS.

Em relação aos dados de desempenho das empresas, a média ROE foi de 0.09, oscilando entre o valor negativo de -0.32 e o positivo de 0.49. De maneira similar, o indicador Índice EBITDA, cuja média foi de 0.10, também oscilou de um valor negativo de -0.05 ao positivo de 0.31. Já em relação ao MTB, o mesmo apresentou uma média de 2.32, variando positivamente entre 0.21 e 11.57. De igual maneira, o Q de Tobin variou positivamente de 0.05 a 1.50, apresentando uma média de 0.28.

#### 4.2. TESTE DE VARIÂNCIA E MÉDIA

Foi realizado o teste da análise da variância (*sdtest*) e constatou-se que os dois grupos amostrais possuem variâncias diferentes, sendo em seguida realizado o teste de diferença de médias (*ttest unequal*), para comparar as médias de desempenho entre as empresas doadoras para campanhas eleitorais e empresas não doadoras, cujos resultados se encontram abaixo na Tabela 03.

**Tabela 03: TESTE DE MÉDIA**

| INDICADOR  | Média       |           | Valor-p |
|------------|-------------|-----------|---------|
|            | Não Doadora | Doadora   |         |
| ROE        | 0.1007932   | 0.0859793 | 0.09    |
| EBITDA     | 0.1053618   | 0.1003049 | 0.19    |
| MTB        | 2.243621    | 1.856225  | 0.01    |
| Q DE TOBIN | 0.4522852   | 0.4656986 | 0.25    |

Da análise, pode-se verificar que, à exceção do indicador Q de Tobin, todos os demais indicadores apontam que as empresas que não doaram para campanhas tiveram um desempenho melhor que as empresas que doaram, por exemplo, no caso do ROE, apresentaram uma média de 0.10 ao passo que para as empresas doadoras a média foi de 0.08 – avaliado com 90% de segurança.

No caso do Índice EBITDA e Q de Tobin não houve correlação estatística significativa. Por fim, o indicador MTB foi que apresentou maior diferença [0.38], visto vez que as empresas não doadoras tiveram um desempenho de 2.24, sendo as não doadoras com 1.85 – tais valores podem ser afirmados com 95% de segurança.

#### 4.3. CORRELAÇÃO DE PEARSON

De acordo Aldrich (1995), Haig (2007) e Kozak (2009), o coeficiente da correlação de Pearson ( $r$ ) mensura a correlação entre duas variáveis, oscilando entre -1 e 1, sendo que uma correlação muito forte (próximo a -1 ou 1) indica que o *score* de uma variável determina a outra. Com efeito, valores próximos a zero indicam que não há correlação entre as duas variáveis. Nesta pesquisa, foram elaboradas 04 tabelas de correlações individuais para cada variável de interesse, cujos resultados serão apresentados na sequência.

**Tabela 04: CORRELAÇÃO DE PEARSON – INDICADOR DESEMPENHO ROE**

|                    | ROE       | Conexões Políticas | Tamanho    | Alavancagem | Capex      | Intangível |
|--------------------|-----------|--------------------|------------|-------------|------------|------------|
| ROE                | 1.        |                    |            |             |            |            |
| Conexões Políticas | -0.0398   | 1.                 |            |             |            |            |
| Tamanho            | 0.0255    | 0.4133***          | 1.         |             |            |            |
| Alavancagem        | -0.0206   | 0.0353             | 0.1179***  | 1.          |            |            |
| Capex              | 0.1317*** | 0.0272             | 0.1128***  | 0.0727***   | 1.         |            |
| Intangível         | 0.0416    | -0.0536**          | -0.1495*** | -0.0740***  | -0.3318*** | 1.         |

\* Significante a 10%      \*\* Significante a 5%      \*\*\* Significante a 1%

Nota-se na tabela acima uma correção negativa de -0.0398 entre a variável dependente ROE e a independente Conexões Políticas, o que sugere a realização de regressão linear múltipla para confirmar os resultados. Pode-se observar que a correlação univariada entre as variáveis Capex e Alavancagem do modelo, cujos resultados foram confirmados pelo Teste Vif, não indicou presença de multicolinearidade entre as variáveis. Na sequência, os resultados para o indicador EBITDA.

**Tabela 05: CORRELAÇÃO DE PEARSON – INDICADOR DESEMPENHO EBITDA**

|                    | EBITDA     | Conexões Políticas | Tamanho    | Alavancagem | Capex      | Intangível |
|--------------------|------------|--------------------|------------|-------------|------------|------------|
| EBITDA             | 1.         |                    |            |             |            |            |
| Conexões Políticas | -0.0229    | 1.                 |            |             |            |            |
| Tamanho            | 0.0903***  | 0.4133***          | 1.         |             |            |            |
| Alavancagem        | 0.0175     | 0.0353             | 0.1179***  | 1.          |            |            |
| Capex              | 0.2721***  | 0.0272             | 0.1128***  | 0.0727***   | 1.         |            |
| Intangível         | -0.1442*** | -0.0536**          | -0.1485*** | -0.0740***  | -0.3318*** | 1.         |

\* Significante a 10%      \*\* Significante a 5%      \*\*\* Significante a 1%

Da análise, infere-se uma correção negativa de -0.0229 entre a variável dependente EBITDA e a independente Conexões Políticas, o que sugere a realização de regressão linear múltipla para confirmar os resultados. Pode-se observar, ainda, a presença de correlação univariada entre as variáveis (Tamanho, Capex e Intangível) do modelo, cujos resultados foram confirmados pelo Teste Vif, e não indicou presença de multicolinearidade entre as variáveis. Na sequência, os resultados para o indicador MTB.

**Tabela 06: CORRELAÇÃO DE PEARSON – INDICADOR DESEMPENHO MTB**

|                    | MTB       | Conexões<br>Políticas | Tamanho    | Alavancagem | Capex      | Intangível |
|--------------------|-----------|-----------------------|------------|-------------|------------|------------|
| MTB                | 1.        |                       |            |             |            |            |
| Conexões Políticas | -0.0628** | 1.                    |            |             |            |            |
| Tamanho            | 0.1222*** | 0.4133***             | 1.         |             |            |            |
| Alavancagem        | 0.3814*** | 0.0353                | 0.1179***  | 1.          |            |            |
| Capex              | 0.2085*** | 0.0272                | 0.1128***  | 0.0727***   | 1.         |            |
| Intangível         | 0.0499    | -0.0536               | -0.1485*** | -0.0740***  | -0.3318*** | 1.         |

\* Significante a 10%      \*\* Significante a 5%      \*\*\* Significante a 1%

Conforme tabela acima, os resultados indicam uma correção negativa de - 0.06 entre a variável dependente MTB e a independente Conexões Políticas, o que sugere a realização de regressão linear múltipla para confirmar os resultados. Pode-se observar a presença de correlação univariada entre as variáveis (Alavancagem e Capex) do modelo, cujos resultados foram confirmados pelo Teste Vif, que não indicou presença de multicolinearidade entre as variáveis. Na sequência, os resultados para o indicador Q DE TOBIN.

**Tabela 07: CORRELAÇÃO DE PEARSON – INDICADOR DESEMPENHO Q DE TOBIN**

|                    | Q de Tobin | Conexões<br>Políticas | Tamanho    | Alavancagem | Capex      | Intangível |
|--------------------|------------|-----------------------|------------|-------------|------------|------------|
| Q de Tobin         | 1.         |                       |            |             |            |            |
| Conexões Políticas | 0.0255     | 1.                    |            |             |            |            |
| Tamanho            | -0.0443    | 0.4133***             | 1.         |             |            |            |
| Alavancagem        | 0.4841***  | 0.0353                | 0.1179***  | 1.          |            |            |
| Capex              | 0.0855***  | 0.0272                | 0.1128***  | 0.0727***   | 1.         |            |
| Intangível         | 0.0379     | -0.0536**             | -0.1485*** | -0.0740***  | -0.3318*** | 1.         |

\* Significante a 10%      \*\* Significante a 5%      \*\*\* Significante a 1%

Diferentemente das outras variáveis dependentes, os resultados da tabela

acima indicam uma correlação positiva 0.2255 entre a variável dependente Q DE TOBIN e a independente Conexões Políticas, sugerindo a realização de regressão linear múltipla para confirmar os resultados. Pode-se observar a presença de correlação univariada entre as variáveis (Alavancagem e Capex) do modelo, cujos resultados foram confirmados pelo Teste Vif, que não indicou presença de multicolinearidade entre as variáveis.

#### **4.4. RESULTADOS DO MODELO ECONOMETRICO 01**

Conforme já mencionado em outro ponto deste trabalho, na análise de regressão, a variável para prever é chamada de variável dependente, ao passo que, as variáveis utilizadas para fazer a previsão são chamadas de variáveis independentes. Desta forma, a análise de regressão além de prever valores para a variável dependente, também permite a identificação do tipo matemático que existe entre uma variável dependente e a independente, além de quantificar os efeitos que uma exerce sobre a outra e as observações foram em comum (LEVINE, STEPHAN SZABAT, 2017).

Nesta pesquisa foi realizado entre as variáveis dependentes (ROE, Índice EBITDA, MTB e Q DE TOBIN) e a independente (CONEXÕES POLÍTICAS) regressões lineares múltiplas, com efeitos fixos, aleatórios e *pools*. Os resultados encontram-se na Tabelas 09 apresentadas a seguir.

**Tabela 08: RESULTADOS DO MODELO ECONÔMETRICO 01**

| VARIÁVEIS          | ROE                 |                     |                     | ÍNDICE EBITDA      |                    |                    | MTB                 |                     |                      | Q DE TOBIN         |                    |                    |
|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                    | EF. Fixos           | EF. Aleatórios      | Pools               | EF. Fixos          | EF. Aleatórios     | Pools              | EF. Fixos           | EF. Aleatórios      | Pools                | EF. Fixos          | EF. Aleatórios     | Pools              |
| Conexões Políticas | -0.0014<br>0.204    | -0.0013<br>0.173    | -0.0021<br>0.013*   | -0.0008<br>0.105   | -0.0008<br>0.098*  | -0.0012<br>0.002** | -0.0031<br>0.780    | -0.0056<br>0.619    | -0.0653<br>0.000***  | 0.0001<br>0.873    | 0.0001<br>0.846    | 0.0042<br>0.000*** |
| Tamanho            | -0.0018<br>0.803    | 0.0009<br>0.812     | 0.0083<br>0.005**   | -0.0046<br>0.184   | 0.0011<br>0.574    | 0.0036<br>0.013*   | -0.6450<br>0.000*** | -0.2959<br>0.000*** | 0.1799<br>0.000***   | 0.0227<br>0.000*** | 0.0091<br>0.096*   | 0.0005<br>0.903    |
| Alavancagem        | -0.0199<br>0.000*** | -0.0149<br>0.000*** | -0.0024<br>0.663    | -0.0033<br>0.087*  | -0.0026<br>0.128   | 0.0005<br>0.749    | 0.4382<br>0.000***  | 0.4361<br>0.000***  | 0.6762<br>0.000***   | 0.0521<br>0.000*** | 0.0567<br>0.000*** | 0.0877<br>0.000*** |
| Capex              | 0.3755<br>0.000***  | 0.3885<br>0.000***  | 0.2976<br>0.000***  | 0.1649<br>0.000*** | 0.2038<br>0.000*** | 0.2840<br>0.000*** | 2.5384<br>0.001***  | 3.9841<br>0.000***  | 6.9388<br>0.000***   | 0.1070<br>0.094*   | 0.0881<br>0.166    | 0.5040<br>0.000*** |
| Intangível         | -0.0022<br>0.952    | 0.0202<br>0.414     | 0.0837<br>0.000***  | -0.0141<br>0.334   | -0.0228<br>0.064*  | -0.0156<br>0.099*  | 0.3017<br>0.335     | 0.2864<br>0.324     | 1.9011<br>0.000***   | -0.0298<br>0.268   | -0.0047<br>0.854   | 0.1308<br>0.000*** |
| Constante          | 0.1284<br>0.211     | 0.0624<br>0.296     | 19.2156<br>0.000*** | 0.1765<br>0.000*** | 0.0958<br>0.002**  | 5.9836<br>0.000*** | 10.5433<br>0.000*** | 5.4286<br>0.000***  | 262.0104<br>0.000*** | 0.0889<br>0.325    | 0.2730<br>0.001**  | -5.8184<br>0.164   |
| Firmas             | 222                 | 222                 | 222                 | 222                | 222                | 222                | 222                 | 222                 | 222                  | 222                | 222                | 222                |
| Observações        | 1.344               | 1.344               | 1.344               | 1.344              | 1.344              | 1.344              | 1.344               | 1.344               | 1.344                | 1.344              | 1.344              | 1.344              |
| Teste F            | 0.0000              | 0.0000              | 0.0000              | 0.0000             | 0.0000             | 0.0000             | 0.0000              | 0.0000              | 0.0000               | 0.0000             | 0.0000             | 0.0000             |
| R²                 | 0.0483              | 0.0467              | 0.0620              | 0.0352             | 0.0324             | 0.1000             | 0.1412              | 0.1243              | 0.2510               | 0.1755             | 0.1719             | 0.3924             |

\* Significante a 10%

\*\* Significante a 5%

\*\*\* Significante a 1%

A partir da análise do modelo econométrico, tomando-se como base os resultados encontrados pelo método *pools*, pode-se afirmar, com 95% de segurança ( $p\text{-valor} < 0.05$ ) que as conexões políticas influenciam negativamente o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas na B3, quando o mesmo é mensurado por meio do ROE. Os resultados demonstram que a cada R\$ 1,00 doado para a campanha eleitoral do candidato vencedor da eleição majoritária, houve um decréscimo de 0.0021 no Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas doadoras.

Destaca-se, que tais resultados vão ao encontro com os dados da pesquisa de Camilo et. al. (2017), visto que os autores também encontraram uma relação negativa entre Conexões Políticas e ROE – quando estudaram o período de 1998 a 2016. Contudo, como o poder preditivo explicativo daquela pesquisa foi em torno de 1%, os autores concluíram pela não predição teórica da correlação entre as variáveis. Em contraponto, os resultados divergem das pesquisas de Bandeira de Melo et. al. (2012), que analisaram o período de 2003 a 2016 e encontraram relação positiva e significativa entre as variáveis.

Constatou-se, também, que as variáveis de controle Tamanho, Capex e Intangível, influenciam positivamente o desempenho das empresas, com 95%, 99% e 99% de segurança respectivamente. Os resultados indicam que um aumento de 1.00 de medida dessas variáveis, proporciona um aumento no ROE das empresas de 0.0083, 0.2976 e 0.0837, respectivamente.

Prosseguindo a análise dos resultados, com o indicador de desempenho Índice EBITIDA, nota-se, no modelo *pools*, que as conexões políticas influenciam negativamente o desempenho das empresas, com nível de significância de 95% de segurança ( $p\text{-valor} < 0.05$ ), isto é, quanto maior a doação realizada em campanha,



menor o desempenho avaliado pelo referido indicador, mostrando que cada R\$ 1,00 doado para a campanha do candidato vitorioso das eleições majoritárias, representou um decréscimo de 0.0012 no desempenho das empresas.

Vale mencionar que os resultados encontrados vão na contramão dos obtidos por Astorino (2015), que estudou as conexões políticas no período de 2002 a 2010 e não encontrou relação com variável dependente EBITDA. Entretanto, deve-se ressaltar que a autora optou por utilizar uma metodologia diferente da que foi adotada nesta pesquisa, optou pela média do indicador ao longo dos 04 anos após as Eleições como *proxy* do EBITDA.

Verificou-se, também, que as variáveis de controle Tamanho e Capex influenciam positivamente o desempenho das empresas, com 95% e 99% de segurança respectivamente. Os resultados indicam que um aumento de 1.00 de medida dessas variáveis, proporciona um aumento no ROE das empresas de 0.0036 e 0.2840, respectivamente. Já a variável de controle Intangível influencia negativamente o desempenho das empresas (90% de segurança), indicando que a cada 1.00 de unidade de medida proporciona um decréscimo de 0.0156 no ROE das empresas.

Na sequência dos resultados apresentados na Tabela 9, tomando-se como base os resultados do modelo *pools*, nota-se que as conexões políticas influenciam negativamente o desempenho das empresas quando mensurado por meio do indicador MTB, com nível de significância de 99% de segurança ( $p\text{-valor} < 0.01$ ), isto é, quanto maior a doação realizada em campanha, menor o desempenho avaliado pelo MTB, indicando que cada R\$ 1,00 doado em campanha resultou num decréscimo de 0.0653 no desempenho das empresas.

Veja-se que, Camilo et al. (2017), estudaram as conexões políticas no período de 1998 a 2016 e encontraram resultados semelhantes ao analisar o coeficiente na perspectiva do candidato vencedor. Entretanto, devido ao baixo poder preditivo encontrado – cerca de 5%, os autores concluíram pela não predição teórica do modelo proposto. Por outra via, Bandeira de Melo et. al. (2012) encontraram uma relação positiva entre conexões políticas e MTB quando analisadas no período de 1998 a 2009.

Verificou-se, também, que as variáveis de controle Tamanho, Alavancagem, Capex e Intangível, influenciam positivamente o desempenho das empresas (99% de segurança). Os resultados indicam que um aumento de 1.00 de medida dessas variáveis, proporciona um aumento no ROE das empresas de 0.1799, 0.6762, 6.9388 e 1.9011, respectivamente.

Diferentemente dos demais resultados encontrados, ao avaliar o desempenho das empresas por meio do Q de TOBIN, no modelo *pool/s*, verifica-se que as conexões políticas influenciam positivamente o desempenho das empresas, com nível de significância de 99% de segurança ( $p\text{-valor} < 0.01$ ), isto é, quanto maior a doação realizada em campanha, maior o desempenho avaliado pelo Q DE TOBIN, indicando que cada R\$ 1,00 doado em campanha resultou num aumento de 0.0042 no desempenho das empresas.

Os resultados encontrados são semelhantes aos de Bandeira de Melo et. al. (2012) e Camilo et. al. (2017) que estudaram as conexões políticas, no período de 1998 a 2009, respectivamente. Por outra via, contrário aos resultados encontrados por Astorino (2015), que estudando as conexões políticas no período de 2002 a 2010 não encontrou relação com variável dependente Q DE TOBIN. Deve-se ressaltar, entretanto, que a autora optou por utilizar uma metodologia

diferente da adotada nesta pesquisa, por adotar a média do indicador ao longo dos 04 anos após as Eleições como *proxy* do Q DE TOBIN.

Verificou-se, também, que as variáveis de controle Alavancagem, Capex e Intangível, influenciam positivamente o desempenho das empresas (99% de segurança). Os resultados indicam que um aumento de 1.00 de medida dessas variáveis, proporciona um aumento no ROE das empresas de 0.0877, 0.5040 e 0.1308, respectivamente.

Da análise das demais estimações, com exceção do modelo Efeitos Aleatórios para a variável dependente “Índice Ebitda”, não foi encontrada relação estatística entre conexões políticas e desempenho das empresas nos modelos Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Por fim, os testes Hausman e De Chaw indicaram que o modelo Efeitos fixos é o mais apropriado para estimação.

Ao analisar o contexto desta pesquisa como um todo, os resultados empíricos apresentam evidências significativas entre a conectividade política praticada por essas empresas e o desempenho futuro. Porém, por um lado essa conexão afeta negativamente o desempenho quando mensurado por meio do ROE, Índice EBITDA e MTB; e por outro, positivamente ao utilizar o indicador Q DE TOBIN. Tais evidências apontam que, muito embora esse relacionamento com o governo não seja de total transparência, uma parcela significativa desses laços refletem no valor econômico-financeiro das companhias.

Verifica-se, portando, que a casualidade entre as conexões políticas e o desempenho futuro é bidirecional, vez que características das empresas e regulação do mercado ao qual se encontra vinculado representam fatores endógenos que influenciam essa relação. Inclusive, Aggarwal et al. (2012) afirma que empresas

patrocinadoras de campanhas eleitorais possuem como característica marcante problemas de fluxo de caixa, conseqüentemente, têm resultados negativos a longo prazo.

Outra justificativa para os resultados deste trabalho apoia-se ao fato de que muitas das vezes a conectividade política pode não ser empreendida em benefícios da empresa, mas sim na maximização de interesses pessoais dos gerentes às custas das empresas, conforme preceitua a teoria da agência proposta por Jensen e Meckling (1976). Além disso, conforme já apontado anteriormente, os custos dessa relação variam conforme as características das empresas.

Por fim, cabe registrar que em países com incerteza política bem acentuada, como no caso do Brasil, as instituições tendem a se conectar politicamente com o Governo, com o objetivo de reduzir riscos e incertezas futuras, tendo como conseqüências um melhor valor no mercado - observados, no caso desta pesquisa, pela correlação positiva entre as conexões políticas e o indicador Q de Tobin.

#### **4.5. RESULTADOS DO MODELO ECONOMÉTRICO 02**

De acordo com Oliveira (1997) o modelo de regressão *logit* pertence à classe dos modelos estatísticos, na qual a variável explicada é do tipo qualitativa, refletindo na escolha entre duas alternativas, do tipo “sim” ou “não”. No caso desta pesquisa, a variável dependente Contratos Públicos assumiu essas características, sendo 1 no caso da empresa ter contrato nos próximos 4 anos após a eleição e 0 em caso contrário. Por sua vez, a variável independente Conexões Políticas foi representada por 1, caso a empresa tenha realizado doações para campanha e 0 em caso contrário. Os resultados da regressão obtidos estão na tabela abaixo.

Tabela 9: REGRESSÃO MODELO LOGIT

| Variável             | Contratos<br>2006 a 2018 | Contratos<br>2006 a 2010 | Contratos<br>2011 a 2014 | Contratos<br>2015 a 2018 |
|----------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Conexões Políticas   | 1.0377<br>0.020**        | 0.8404<br>0.356          | 1.1460<br>0.027*         | 1.3883<br>0.013*         |
| Tamanho              | 0.0135<br>0.909          | 0.2146<br>0.153          | 0.0005<br>0.992          | 0.0571<br>0.820          |
| Intangível           | 0.3288<br>0.376          | 1.0191<br>0.519          | -0.1193<br>0.894         | -0.2236<br>0.839         |
| Capex                | -6.72e-08<br>0.763       | -8.26e-07<br>0.377       | -7.85e-08<br>0.735       | 3.97e-08<br>0.754        |
| Alavancagem          | 0.0093<br>0.522          | -0.0023<br>0.883         | -0.0063<br>0.425         | -0.0029<br>0.797         |
| Constante            | -2.4583<br>0.146         | -6.3145<br>0.007*        | -1.9830<br>0.066*        | -3.2521<br>0.078*        |
| <i>Estat class</i>   | 84,76%                   | 94,76%                   | 86,67%                   | 90,48%                   |
| <i>Mfx</i>           | 14,24%                   | 3,5%                     | 12,51%                   | 6,67%                    |
| <i>R<sup>2</sup></i> | 0.0378                   | 0.0638                   | 0.0329                   | 0.0612                   |

\* Significante a 10%

\*\* Significante a 5%

\*\*\* Significante a 1%

Com base na análise dos resultados, considerando as três Eleições Gerais (2006, 2010 e 2014), conclui-se, com 95% de segurança, que as conexões políticas influenciam positivamente o acesso a contratos com o Governo Federal, isto é, as empresas que doam recursos financeiros para campanhas dos candidatos vitoriosos nessas eleições aumentam em 14,24% as chances de celebrar contratos com a Administração Pública Federal nos quatro anos posteriores ao pleito, quando comparadas àquelas que não se conectaram politicamente.

Ao analisar os resultados sob a ótica individual dos mandatos presidenciais, verifica-se que no governo Lula (2007 a 2010) não foi encontrada correlação significativa estatisticamente entre as variáveis da pesquisa. Contudo, já em relação ao mandato da presidenta Dilma (2011 a 2016) e Michel Temer (2016 a 2018) foram encontradas correlações positivas entre as conexões políticas e contratos futuros com o Governo Federal, indicando que doar para campanha aumenta as chances de acesso a contratos públicos nos 4 anos após o pleito em 12,51% e 6,67%, respectivamente.

Em relação à qualidade de ajustamento do modelo, pode-se dizer que o modelo prevê 84,76% das observações corretamente, no caso da análise de todos os três pleitos e, no caso das eleições individuais de 2006, 2010 e 2014, preveem 94,76%, 86,67% e 90,48%, respectivamente, sendo os resultados desta pesquisa próximos dos encontrados por Boas (2015) e Pereira (2014).

## Capítulo 5

### 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A discussão sobre o Lobby Corporativo no cenário brasileiro tem se intensificado ao longo do tempo, sendo impulsionada, principalmente, pelos inúmeros escândalos de corrupção envolvendo pagamento de propinas por empreiteiros ao alto escalão do governo e pela tentativa, exaustiva, de disciplinar a matéria por meio de leis elaboradas no Congresso Nacional. Nesse cenário, esta pesquisa teve como objetivo verificar se as conexões políticas praticadas pelas empresas brasileiras listadas na B3 influenciam o seu desempenho futuro, bem como o acesso a contratos com o Governo Federal nos quatro anos após o pleito.

Para analisar essa relação foi elaborado um modelo empírico, valendo-se do método de regressão em painel, estimados pelos métodos de eixos fixos, aleatórios e *pools* – que avaliaram a correlação entre Conexões Políticas e Desempenho (mensurado pelo ROE, Índice EBITDA, MTB e Q DE TOBIN). Utilizou-se, também, a regressão *logit* para estudar a correlação entre essa conectividade e acesso aos contratos públicos com o Governo Federal.

Os resultados apontaram que a hipótese 01 não foi rejeitada, pois no modelo *pools* foi confirmado que a variável independente Conexões Políticas influencia o desempenho das empresas, sendo essa influência negativa quando o desempenho é mensurado por meio do ROE, EBITDA e MTB e positiva quando calculada mediante o Q DE TOBIN.

No que se refere à probabilidade de acesso a contratos públicos, a hipótese 02 não foi rejeitada, vez que foi confirmado que doações para campanha do candidato vitorioso nas Eleições Gerais de 2006, 2010 e 2014, aumentam em

14,24% as chances de celebrar contratos com a Administração Pública Federal nos quatro anos após o pleito eleitoral, quando comparadas àquelas que não se conectaram politicamente.

Os resultados encontrados evidenciam que, muito embora o relacionamento empresa-governo não esteja sedimentado num ambiente de total transparência, uma parcela significativa desses laços reflete no valor econômico-financeiro das companhias. Nota-se que a casualidade entre as conexões políticas e o desempenho futuro é bidirecional, visto que características das empresas e a regulação do mercado ao qual se encontram vinculados representam fatores endógenos que influenciam essa relação.

Registra-se, também, que muitas vezes a conectividade política pode não ser empreendida em benefícios da firma, mas na maximização de interesses pessoais dos gerentes à custa das empresas, conforme preceitua a teoria da agência proposta por Jensen e Meckling (1976). Por fim, em países com incerteza política bem acentuada, como no caso do Brasil, as instituições tendem a se conectar politicamente com o Governo objetivando redução de riscos e incertezas futuras, tendo como consequências um melhor valor no mercado.

As contribuições desta pesquisa servirão de subsídios para o grupo de trabalho criado pelo TSE que realiza estudos para melhoria dos procedimentos realizados na análise das contas partidárias e eleitorais. Para a academia, ampliam o conhecimento acerca do tema estudado, bem como fornece evidências empíricas sobre a forma pela qual as conexões políticas influenciam o ambiente empresarial.

Para órgãos de controle, Tribunal de Contas e Ministério Público de Contas, os resultados servem como um alerta vermelho, indicam suposto favorecimento em licitações públicas realizadas pelo Governo Federal; circunstância essa, digna de



investigação conforme preceitua a legislação que rege as contratações públicas. Já em relação às agremiações partidárias, devem se fortalecer institucionalmente com o objetivo de evitar conexões perniciosas que destoam os princípios democráticos da representatividade.

Por fim, uma das limitações desta pesquisa refere-se à ausência de dados acerca de contratos celebrados com outras instâncias políticas. Inclusive, para estudos futuros, sugere-se a inclusão de outras variáveis no modelo, bem como a possibilidade de explorar um pouco mais a correlação entre as doações de campanha e sua eventual influência na probabilidade de acesso a contratos públicos a níveis estaduais e municipais.

## REFERÊNCIAS

AGGARWAL, Rajesh k.; MESCHKE, Felix; WANG, Tracy Yue. Corporate political donations: investment or agency? **Business and Politics**. University of Kansas. Vol. 14, pág. 1-40, 2012.

ALEXANDRINO, Marcelo; PAULO, Vicente. **Direito Administrativo Descomplicado**. 15º Ed. Rio de Janeiro: Impetus, 2008.

ASTORINO, Paula Sanches. **Consequências das conexões políticas para as empresas de capital aberto no Brasil: desempenho e acesso a crédito no BNDES**. 104 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2015.

ARAUJO, Eduardo Carvalho Correa de; RODRIGUES, Victor Rangel do Santos. **Corrupção e valor de mercado: os efeitos da operação “Lava Jato” sobre o mercado de ações no Brasil**. Trabalho apresentado no XI Anpcont, Belo Horizonte/MG, 2017.

BANDEIRA DE MELLO, Rodrigo; BREY, Nathanael Kusch; CAMILO, Sílvio Parodi Oliveira; MARCON, Rosilene. Conexões políticas das empresas por estruturas de propriedade: uma abordagem do Governo como acionista. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia – RACE, Unoesc*, v. 11, n. 2, p. 319-350, jul./dez. 2012.

BANDEIRA DE MELLO, Rodrigo; BREY, Nathanael Kusch; CAMILO, Sílvio Parodi Oliveira; MARCON, Rosilene. Conexões Políticas em estruturas de propriedade: o Governo como acionista em uma análise descritiva. *Revista de Administração Mackenzie*, São Paulo, v. 15, n. 2, p. 98-124, jan./fev. 2014.

BANDEIRA DE MELLO, Rodrigo; CALDEIRA, Carlos Afonso; KALLAS, David. **Desvendando Atividades Políticas das Multinacionais operando no Brasil: Procurement Lobbying**. In: Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, São Paulo, 2017.

BANDEIRA DE MELLO, Rodrigo; SPULDARO, Juliano Danilo; GAMA, Amado Bahia. Political strategy and the growth of business groups. **RAUSP Management Journal**, São Paulo, v. 53, p. 35-48, jan./mar. 2018.

BASTOS, Sérgio Augusto P. **Proposta de um arcabouço analítico na perspectiva relacional para auxílio à gestão de estratégias políticas empresariais: foco no setor elétrico brasileiro**. 2012. 314 f. Dissertação (Doutorado em Administração de Empresas) – Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro, 2012.

BAYSINGER, B. D.; KEIM, G. D.; ZEITHAML, C.P. An empirical evaluation of the potential for including shareholders in corporate constituency programs. **Academy of Management Review**, v.28, n.1, p.180-200, 1985.

BREY, Nathanael Kusch; MARCON, Rosilene; CAMILO, Silvio Parodi Oliveira; ALBERTON, Anete. A estrutura de propriedade das corporações: conexões políticas sob a perspectiva da dependência de recursos. **Revista Ibero-Americana de estratégia**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 126-146, set/dez 2011.

CAMILO, Silvio Parodi Oliveira. Conexões políticas e desempenho das empresas listadas na BMF&Bovespa: análise sob a ótica da governança e da dependência de recursos. 2011, 224.f. Dissertação (Doutorado em Administração e Turismo) – Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, 2011.

CAMILO, Silvio Parodi Oliveira; SILVA, Jaison Caetano da; GAMBIRAGE, Cinara Gambirage. **A Influência das Conexões Políticas no Custo de Capital e no Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas na BM&FBovespa**. In: Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, São Paulo, 2017.

CLAESSENS, Stijn; FEIJEN, Erik; LAEVEN, Luc. Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions. **ECGI Working Paper Series in Finance**, Washington DC, n. 166, junho 2008.

CAO, Zhiyan; FERNANDO, Guy D.; TRIPATHY, Arindam; UPADHYAY, Arun. The economics of corporate lobbying. **Journal of Corporate Finance**. University of Georgia, 310 Herty Drive, Athens, Georgia, julho 2018.

CHUNG, Kee H; PRUITT, Stephen. **A simple approximation of Tobin's Q**. Financial Management. USA. Vol. 23, n. 3., p. 70-74. Outono 1994.

CRESWELL, John W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. Tradução de Magda França Lopes. 3ª Edição. Porto Alegre: Artmed, 2010.

DIAS, Patrícia Lopes Nepomuceno. **A regulamentação do lobby no Brasil: Debates e novas perspectivas**. 2017. 63 f. Monografia (Direito) – Centro Universitário de Brasília, 2017.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil Brasileiro**. 23ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

HAIR, Jr.; JOSEPH, F.; BLACK, William; BARRY, J.; ANDERSON, Rolph; TATHAM, Ronald. **Análise Multivariada de Dados**. Porto Alegre, 6 edição, 2009.

LAZZARINI, Sérgio G. **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. 4.ed. Rio de Janeiro: Elsevier 2011.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis – Contabilidade Empresarial**. 2ª Edição. São Paulo: Atlas, 2002.

Mo, P. H. (2001). Corruption and economic growth. **Journal of comparative economics**, 29(1), 66-79.

NOGUEIRA, Igor Vasconcelos; LAMOUNIER, Wagner Moura; COLAUTO, Romualdo

Douglas. O Q de Tobin e o setor siderúrgico: um estudo em companhias abertas brasileiras e norte-americanas. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**. V. 12, n. 35, p. 156/170. abr/jun. 2010.

OLSON, M. **The logic of collective action: public goods and the theory of groups**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2nd ed., 1971.

OLIVEIRA, Tatiana Afonso; APOLINÁRIO, Marcelo Nunes. **O financiamento de campanhas eleitorais no Brasil: histórico, atualidade e questão suprema da corte**. XII Seminário Internacional de Demandas Sociais e Políticas Públicas na Sociedade Moderna. Universidade de Santa Cruz do Sul, 2015.

PARNELL, John A. Nonmarket and market strategies, strategic uncertainty and strategic capabilities Evidence from the USA. **Management Research Review**, North Carolina, USA, vol. 41, p. 252-274, fevereiro 2018.

PEREIRA, João Ricardo. **Relações entre doações de campanha, denúncias de corrupção e variação no preço das licitações públicas**. 2014. 50 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade de Brasília, 2014.

PFEFFER, J.; SALANCIK, G. R. **The external control of organizations: a resource dependence perspective**. Stanford University Press, 2003.

TRIVINOS, Augusto N. S. **Introdução à pesquisa de ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1987.

SANTOS, Manoel Leonardo; CUNHA, Lucas. **Percepções sobre a regulamentação do Lobby no Brasil: convergências e divergências**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA. Rio de Janeiro, 2015.

SANTOS, Jessica Guedes; SILVA, Tamires Jades Pereira da. **Financiamento de campanha eleitoral no Brasil: análise sobre a ADI 4.650**. Revista Juris UniToledo. São Paulo, vol. 2, p. 113-134, outubro 2017.

SELIGMAN, Milton; MELLO, Fernando. **Lobby Desvendado: democracia, políticas públicas e corrupção no Brasil contemporâneo**. 1º Ed. Rio de Janeiro: Record, 2018.

SOUZA, Evemilia. **Market-to-Book: uma avaliação das companhias listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA**. 5º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças e Iniciação Científica em Contabilidade. Florianópolis/SC. 2013.

VASCONCELOS, Alessandra Carvalho de; LUCA, Márcia Martins Mendes de Luca; PINHEIRO, Bruno Goes. Conexões políticas nas maiores companhias listadas na BMF&Bovespa. **Revista Eletrônica de Administração – REAd**. Porto Alegre, p. 394-418, mai/ago. 2016.

VASCONCELOS, Yumara Lúcia. **Ebitda: como instrumento de avaliação de empresas**. Revista Brasileira de Contabilidade. Brasília, n. 136, p. 39-47, jul./ago. 2002.