

## **EFEITOS DAS CONEXÕES POLÍTICAS NOS INVESTIMENTOS EMPRESARIAIS: ANÁLISE ENTRE EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL E NO CANADÁ**

**Vagner Alves Arantes**

*Universidade Federal Do Paraná/Universidade Federal De Viçosa*

**Rodrigo Oliveira Soares**

*Universidade Federal Do Paraná*

### **Resumo**

A presente pesquisa analisa dos efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais das empresas listadas no Brasil e no Canadá, sob a perspectiva da Teoria da Dependência dos Recursos. O panorama de análise tem respaldo nas alterações promovidas nas conexões políticas estabelecidas pelo background político dos membros do conselho de administração e diretorias das empresas listadas em ambos países. Enquanto houve crescimento e fortalecimento dessas redes no contexto canadense, no horizonte brasileiro verifica-se o caminho contrário. Esta constatação vai de encontro aos resultados de estudos anteriores que sugerem que países considerados mais corruptos e com instituições frágeis seriam os ambientes propícios para a formação e crescimento destas redes. Assim, analisa-se as empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) e na Toronto Stock Exchange e associadas ao Índice S&P, no horizonte de 2010 a 2017. Os resultados apontam que as redes políticas interferem nos investimentos das empresas listadas no Brasil de forma positiva e estatisticamente significativa. Os achados indicam que as conexões são utilizadas em momentos de incerteza política, como o evidenciado no panorama brasileiro. De forma semelhante, indica que, nem sempre, a quantidade de conexões estabelecidas pelas empresas é relevante nesta relação, mas a segmentação das entidades entre conectadas e não conectadas influenciam os investimentos. Os apontamentos estão em consonância às proposições da Teoria da Dependência de Recursos na medida em que as conexões políticas são acionadas pelas empresas quando há aumento do risco ambiental produzidos por fatores políticos. No Canadá, as alterações na formação dessas redes não afetaram os investimentos das empresas. Isto sugere que as conexões podem interferir em outras atividades empresariais o que permite novos caminhos de investigação.

Palavras-chave: Conexões Políticas; Investimentos; Brasil; Canadá

**EFEITOS DAS CONEXÕES POLÍTICAS NOS INVESTIMENTOS EMPRESARIAIS:  
ANÁLISE ENTRE EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL E NO CANADÁ****RESUMO**

A presente pesquisa analisa dos efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais das empresas listadas no Brasil e no Canadá, sob a perspectiva da Teoria da Dependência dos Recursos. O panorama de análise tem respaldo nas alterações promovidas nas conexões políticas estabelecidas pelo *background* político dos membros do conselho de administração e diretorias das empresas listadas em ambos países. Enquanto houve crescimento e fortalecimento dessas redes no contexto canadense, no horizonte brasileiro verifica-se o caminho contrário. Esta constatação vai de encontro aos resultados de estudos anteriores que sugerem que países considerados mais corruptos e com instituições frágeis seriam os ambientes propícios para a formação e crescimento destas redes. Assim, analisa-se as empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B<sup>3</sup>) e na Toronto *Stock Exchange* e associadas ao Índice S&P, no horizonte de 2010 a 2017. Os resultados apontam que as redes políticas interferem nos investimentos das empresas listadas no Brasil de forma positiva e estatisticamente significativa. Os achados indicam que as conexões são utilizadas em momentos de incerteza política, como o evidenciado no panorama brasileiro. De forma semelhante, indica que, nem sempre, a quantidade de conexões estabelecidas pelas empresas é relevante nesta relação, mas a segmentação das entidades entre conectadas e não conectadas influenciam os investimentos. Os apontamentos estão em consonância às proposições da Teoria da Dependência de Recursos na medida em que as conexões políticas são acionadas pelas empresas quando há aumento do risco ambiental produzidos por fatores políticos. No Canadá, as alterações na formação dessas redes não afetaram os investimentos das empresas. Isto sugere que as conexões podem interferir em outras atividades empresariais o que permite novos caminhos de investigação.

**Palavras-chave:** Conexões Políticas; Investimentos; Brasil; Canadá.

**1 INTRODUÇÃO**

As empresas utilizam diferentes formas para estabelecer laços com o governo, como ao nomear políticos como membros do conselhos de administração ou diretorias (Faccio, 2006); apoiar financeiramente as campanhas eleitorais (Claessens, Feijen, & Laeven, 2008); ou contar com a participação do governo na estrutura de propriedade (Tihanyi et al., 2019). Dentre as vantagens atribuídas às empresas que se associam politicamente ao governo, a literatura tem documentado a recorrência do acesso facilitado a financiamentos em bancos governamentais ou via pacotes econômicos (Claessens et al., 2008; Luo & Ying, 2014); maior quantidade e valores em contratos e licitações (Dicko, 2016b; Tahoun, 2014); e, conseqüentemente, estas empresas podem apresentar maior desempenho e valor de mercado (Boubakri, Cosset, & Saffar, 2012; Wu, Li, Ying, & Chen, 2019).

No entanto, o acesso a fontes alternativas de recursos financeiros nem sempre proporcionam o retorno esperado ao capital investido, devido às decisões de investimentos realizadas pelas empresas. A alocação destes recursos pode resultar em efeito ambíguo nas empresas. Por um lado, o crédito acessível contribui para mitigar os problemas causados pelas restrições financeiras e aumentam o capital disponível para realizar os investimentos, o que inibe o problema de subinvestimentos (Luo & Ying, 2014). Por outro lado, o maior acesso ao capital pode incentivar as empresas a realizarem investimentos não ideais que decorre tanto das decisões empresariais quanto da intervenção governamental. Nesta direção, Pan e Gian (2017) sugerem que para alcançar objetivos sociais ou políticos, favorecidos pelo governo, as empresas podem ser forçadas a investir

em projetos não lucrativos, mas politicamente favorecidos o que, por sua vez, leva à ineficiência do investimento. Kwon, Zhang e Zhou (2019) reforçam este argumento ao constatarem que as conexões políticas influenciam a direção e a magnitude dos investimentos corporativos comprometendo, por vezes, o retorno ao capital investido.

Assim, os efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais ainda são mistos e merecem maior debate. Os estudos geralmente analisam como as redes políticas interferem nos investimentos em períodos longitudinais e consideram apenas um ambiente institucional. Os resultados sugerem que as redes políticas são intensas e promovem ganhos maiores às empresas listadas em países percebidos como corruptos, que impõem restrições aos investimentos estrangeiros, apresentam mercado de capitais incipiente e fraca proteção aos direitos de propriedade (Berkman, Cole, & Fu, 2010; Faccio, 2006; Saeed, Belghitar, & Clark, 2017; Shleifer & Vishny, 1994). Sob estes achados, as conexões políticas substituem as instituições legais e diferenciam as empresas conectadas de seus pares.

Os efeitos anunciados ainda não consideram as modificações na formação e na estabilidade das conexões políticas. Na literatura, com destaque para os estudos que abordam a Teoria da Dependência de Recursos, pouco se discute sobre como as alterações nestas redes afetam os ganhos e, principalmente, os investimentos empresariais. Neste aspecto, as conexões políticas estabelecidas pelo *background* político no Brasil e no Canadá tornam-se ambientes propícios para investigação. No Brasil, vem sendo reduzida a quantidade de empresas que utilizam do *background* político, mesmo sendo um ambiente institucional propício para o desenvolvimento dessa prática. Em 2010, as empresas conectadas corresponderiam a 39%, e em 2017 esta frequência reduziu para 30%. No Canadá, por sua vez, Dicko (2017) documentou que as conexões políticas correspondiam a mais de 52% das empresas listadas no Índice S&P, representando um crescimento substancial frente ao anunciado por Faccio (2006) ao constatar que 2% das empresas canadenses estavam conectadas politicamente.

O comportamento antagonístico no uso das redes políticas nos países vai ao embate ao proposto por estudos anteriores que analisaram múltiplos ambientes institucionais. As modificações na formação dessas redes colocam em evidência os benefícios gerados às organizações em ambientes institucionais distintos. Além disto, permite investigar como os momentos políticos e estruturais dos países influenciam as conexões políticas e os benefícios gerados às empresas (Bonardi, Hillman, & Keim, 2005). Para Bonardi et al (2005), as empresas recorrem às redes políticas em momentos apropriados para reduzir a incerteza e gerar, consequentemente, ganhos substanciais que as diferenciem de seus pares. Assim, as empresas passariam a avaliar o momento ideal para estabelecer laços políticos com o governo (Lana, 2017).

Neste contexto, a presente pesquisa questiona: Quais são os efeitos das conexões políticas, estabelecidas pelo *background* político, nos investimentos das empresas listadas no Brasil e no Canadá? Para tanto, são analisadas as empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B<sup>3</sup>) e na Toronto Stock Exchange (TSX) e associadas ao Índice S&P, no horizonte de 2010 a 2017. A pesquisa sugere que o *background* político do conselho de administração e das diretorias conduzem a efeitos positivos nos investimentos das empresas de capital aberto que negociam na bolsa de valores no Brasil e no Canadá e adota como perspectiva de análise a Teoria da Dependência de Recursos.

Este estudo realiza contribuições distintas à literatura. Primeiro, contribui para as discussões recentes sobre os efeitos das conexões políticas em ambientes institucionais distintos visto que, tradicionalmente, ainda são restritas as pesquisas que comparam países (Boubakri et al., 2008; Boubakri, Cosset, et al., 2012; Faccio, 2006). A pesquisa avança ao analisar, especificadamente, dois países antagonísticos quanto ao desenvolvimento institucional. Segundo Boubakri, Cosset et al. (2012), realizar estudos internacionais que apliquem definições semelhantes para conexões

políticas podem fornecer mais *insights* sobre os efeitos desses laços sobre as decisões empresariais, especialmente em países com diferentes regras e instituições legislativas. A segunda contribuição permeia o estabelecimento da variável de conexão política. Diferentemente das pesquisas anteriores que identificam os laços políticos estabelecidos pelos principais executivos das empresas (CEO ou Chairman), neste estudo são analisados todos os membros dos conselhos de administração e diretorias das empresas listadas no Brasil e no Canadá, ao longo de oito anos. Ao utilizar grupos organizacionais diferentes, aliando abordagens alternativas para mensurar as redes políticas, estabelece-se uma medida mais abrangente das conexões que permite identificar a abrangência dessas relações no ambiente de gestão das empresas (Albino-Pimentel, Dussauge, & Shaver, 2018). A métrica também sugere que relações sociais permitem ganhos econômicos nos ambientes institucionais onde são aplicadas.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Teoria da Dependência de Recursos

A Teoria da Dependência de Recursos pressupõe que as organizações não são capazes de produzir todos os recursos que necessitam para sua sobrevivência. Desta forma, as organizações dependem do ambiente externo para captar recursos e estão aptas a moldar este ambiente para alcançar seus objetivos (Hillman, Withers, & Collins, 2009). Na tentativa de acessar os recursos que necessitam para competir no mercado, as organizações traçam alianças estratégicas com outras empresas, instituições ou com o governo (Pfeffer & Salancik, 2003). A teoria tem como enfoque a complexidade, dinamismo e o nível de riqueza dos ambientes onde as organizações atuam (Lopes, 2017). A sobrevivência e até o sucesso de uma organização dependem da capacidade de gerenciar sua relação com o ambiente (Pfeffer & Salancik, 1981). Neste aspecto, os recursos aos quais as empresas visam controlar não se concentram apenas a dinheiro, mas englobam prestígio, legitimidade, recompensas e sanções, ou a capacidade de lidar com a incerteza (Pfeffer & Salancik, 1981). No que tange à incerteza, os proponentes dessa teoria sugerem que o governo é a principal fonte de instabilidade ambiental para as empresas, visto que detém fontes alternativas de recursos, e podem moldar as políticas públicas para beneficiar determinados grupos, ou setores empresariais (Hillman, 2005).

A associação entre empresas e o governo são reconhecidas na literatura como conexões políticas e existem maneiras diferenciadas estabelecer estes laços, como nomear políticos, ou ex-políticos, para o conselho de administração ou diretorias (Faccio, 2006; Hillman, 2005); realizar doações financeiras às campanhas eleitorais (Claessens et al., 2008); ou mesmo manter relações sociais com agentes políticos (Fisman, 2001). Este estudo, concentra-se em analisar e discutir o *background* político, isto é, a inserção de agentes políticos como membros do conselho de administração ou diretorias, como forma de captar as interações entre empresas e as esferas do governo.

Ao inserir políticos no ambiente de gestão, as empresas tem acesso ao conhecimento do processo político, a forma de criar e moldar as políticas públicas, e a capacidade de antecipar as ações governamentais (Fernández-Méndez, García-Canal, & Guillén, 2018). Esses benefícios podem influenciar as decisões tomadas pelas empresas na tentativa de aliar seus interesses aos do governo (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella, 2008). As relações políticas não são unidirecionais. As empresas necessitam dos agentes políticos para obter recursos, e os indivíduos que representam o governo podem se utilizar das empresas para atender a seus interesses. Segundo Trevisan (2013), o nível de dependência de recursos críticos das empresas permite que os agentes externos direcionem as ações estratégicas e o processo de tomada de decisões, principalmente no tocando às decisões de longo prazo.

## **2.2 Efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais**

A literatura tem documentado que as conexões políticas fornecem recursos valiosos para as empresas, em termos de acesso facilitado a fontes alternativas de recursos, como financiamentos em bancos governamentais (Claessens et al., 2008; Luo & Ying, 2014), pacotes econômicos (Blau, Brough, & Thomas, 2013; Lee, Ozer, & Baik, 2018) ou contratos baseados em relacionamentos (Dicko, 2016a; Tahoun, 2014). A disponibilidade de recursos financeiros permite que as empresas conectadas se diferenciam de seus pares. No entanto, o acesso aos recursos proporciona cenários antagônicos às empresas conectadas. Por um lado, podem mitigar os problemas causados pelas restrições financeiras, contribuir para aumentar o capital disponível para investimentos, e, assim, minimizar os problemas de subinvestimentos das empresas (Luo & Ying, 2014). Nestas circunstâncias, as empresas gozam de recursos que lhes permitem realizar os investimentos necessários e prospectar ambientes favoráveis para estas decisões.

Por outro lado, o acesso oportuno aos investidos pode incentivar as empresas a envolverem-se em investimentos não ideais, causando a realização de investimentos subótimos (Pan & Tian, 2017). Nesta posição, as empresas aplicam recursos em projetos que não atendem o retorno esperado ao capital investido. Por esta perspectiva, as conexões políticas são utilizadas como instrumento de intervenção governamental na medida em que as empresas passam a atender as demandas dos governos. Este comportamento é notável quando as empresas realizam investimentos que são politicamente favoráveis, mas que nem sempre são rentáveis (Pan & Tian, 2017). A interferência política pode ser expressa pela distorção na alocação dos investimentos como retribuição à favores políticos ou pela adesão às políticas públicas. Segundo Chen et al. (2011), os políticos estão interessados em si mesmos e intervêm nas decisões de investimentos em benefício próprio. Nesta direção, Bertrand, Kramarz, Schoar e Thesmar (2018) encontraram evidências que empresas conectadas na França apresentam menores chances de demitir e maior probabilidade de contratar trabalhadores antes das eleições.

Além da atuação dos agentes políticos na estrutura de gestão, as empresas podem moldar suas estratégias de investimentos para atender a políticas governamentais. Estudiosos encontraram evidências que as redes políticas influenciaram a alocação dos investimentos na área ambiental, por exemplo (Borghesi et al., 2014; Wang et al., 2018; Zhang, 2017). Segundo Borghesi et al., (2014), o direcionamento desses recursos estava associada aos incentivos econômicos para o desenvolvimento de políticas ambientais que foram encaminhados às empresas conectadas. Wang e Xu (2011), por sua vez, constataram que empresas conectadas ao governo chinês diversificaram os investimentos no setor de turismo, mesmo quando não pertenciam a este segmento.

Neste sentido, constata-se que as conexões políticas permitem uma relação de interdependência entre empresas e o governo de forma que as decisões estratégicas, em especial os investimentos, podem ser influenciadas pelos agentes políticos; como também a empresas podem adequar suas decisões para atender a especificidade de algumas políticas públicas. Tomando como base as modificações nas redes políticas estabelecidas no ambiente brasileiro e canadense, sugere-se as seguintes hipóteses de investigação:

*H1a: Existe uma relação positiva e significativa entre as conexões políticas e os investimentos empresariais nas empresas listadas no Brasil.*

*H1b: Existe uma relação positiva e significativa entre as conexões políticas e os investimentos empresariais nas empresas listadas no Canadá.*

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Amostra e modelo da pesquisa

A presente pesquisa utiliza de duas amostras correspondendo a cada país em análise. A primeira é constituída pelas empresas que atuam no mercado de ações de oferta pública e listadas na B<sup>3</sup>. A segunda amostra é constituída pelas empresas listadas na *Toronto Stock Exchange* e no índice S&P/TSX, correspondente às empresas canadenses. Foram catalogadas, na base de dados *Bloomberg*, as empresas listadas entre 2010 e 2017, sendo reportadas 349 e 234 empresas não financeiras listadas no Brasil e no Canadá, respectivamente.

O setor financeiro não constitui escopo da amostra em decorrência das particularidades na forma de contabilização e composição das variáveis de investimentos que compõem o interesse de pesquisa deste estudo. Posteriormente, foram eliminadas empresas com ausência de informações sobre composição do Conselho de Administração e das Diretorias, o que impediu a constituição da variável de interesse desta pesquisa, conexões políticas. Procedeu-se pela retirada das empresas que não apresentaram informações, durante três períodos consecutivos, sobre as métricas de investimentos, conforme proposto por (Fich & Shivdasani, 2006). Além disto, foram excluídas as observações dos períodos em que determinada empresa apresentou patrimônio líquido negativo, pois podem comprometer os cálculos dos indicadores de desempenho que são analisados no artigo subsequente desta tese. Portanto, a Tabela 1 evidencia a amostra final que é composta por 231 e 213 empresas não-financeiras listadas no Brasil e no Canadá, respectivamente.

**Tabela 1.** Seleção da amostra

Amostra	Brasil	Canadá
Amostra não-financeira	349	234
(-) Ausência de informações sobre o <i>background</i> político	-54	
(-) Empresas com, no mínimo, 3 anos de informações	-56	-17
(-) Patrimônio líquido negativo	-8	-4
Amostra final	231	213

O período de análise inicia em 2010 e encerra-se em 2017. O ano de 2010 corresponde ao período da implementação das *International Financial Reporting Standards* (IFRS), no contexto brasileiro, o que permitiu que as variáveis contábeis apresentem as mesmas mensurações que as variáveis correspondentes no contexto canadense. O ano de 2017 corresponde ao último ano disponível para análise durante o desenvolvimento deste estudo.

Para testar os efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais utilizou-se da análise com regressão com dados em painel, considerando os testes para especificação dos modelos adequados, por meio do *software Stata/SE*<sup>®</sup>. A partir da regressão de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e da aplicação do teste F, Breush-Pagan e Hausman foram identificados os modelos que estavam aderentes ao conjunto de dados, sejam eles de efeitos fixos, aleatórios ou *polled*. Para que os resultados das estimações sejam válidos, os pressupostos de homogeneidade e da ausência de autocorrelação devem ser atendidos (Wooldridge, 2016). Assim, foram realizados os testes que Wald e Wooldridge que permitiram identificar a presença de heterocedasticidade, e a existência de autocorrelação nos resíduos das regressões da regressão, respectivamente. Na ausência de homogeneidade foi aplicado o modelo com erros-padrão robustos, para os modelos de efeitos fixo ou aleatórios. O modelo abordado é representado na equação 1.

$$Investimentos_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Conexões\ Pol\acute{t}icas_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Dada a complexidade atrelada às decisões de investimentos realizadas pelas empresas e seguindo a literatura em contabilidade que analisa o binômio conexões políticas e investimentos, nesta pesquisa foi adotado o Capex como instrumento para caracterizar os investimentos empresariais. O Capex corresponde aos investimentos realizados em bens de capital que representa o montante de dinheiro despendido na aquisição equipamentos e instalações, ou na introdução de melhorias dos bens de capital. Estes investimentos, geralmente, são realizados no longo prazo devido a sua complexidade e abrangência, e estão relacionados às principais decisões financeiras das empresas (Galesne, Fensterseifer, & Lamb, 1999). Considerando que as redes políticas permitem o acesso facilitado a fontes alternativas de recursos financeiros, estima-se que os investimentos em despesas de capital também possam ser influenciados pelas interações empresas-governo.

Neste estudo, considera-se uma empresa como conectada politicamente apenas quando um membro do conselho de administração ou um membro das diretorias é, ou foi, membro do governo federal ou provincial/estadual. No contexto brasileiro considerou-se a atuação do gestor na esfera federal e estadual do governo. Enquanto ao contexto canadense adotou-se, como membro do governo, os gestores cujo *background* político apresentou atuação no parlamento ou de um gabinete ministerial (provincial ou federal). Para captar as interações entre os membros do Conselho de Administração e Diretorias no Brasil, procedeu-se pela análise do currículo profissional dos gestores das empresas listadas na B<sup>3</sup> e na S&P/TSX. A listagem dos membros dos órgãos de administração foi proveniente dos Formulários de Referência e do *BoardEx*<sup>®</sup>. De posse destas informações foi realizada a análise do currículo dos gestores na base *BoardEx*<sup>®</sup>, que apresenta a experiência profissional e acadêmica de administradores e gestores das empresas listadas em diferentes bolsas no mundo (Dicko, 2017). Na ausência de informações sobre o currículo dos gestores na base *BoardEx*<sup>®</sup> foram utilizados os minicurrículos disponíveis no Formulários de Referências, como também foi acessada a plataforma *LinkedIn*<sup>®</sup>, como instrumento de confirmação dos dados. Para o contexto brasileiro foram analisados 39.218 currículos, sendo 25.044 corresponde às diretorias e 14.174 aos conselhos de administração, no horizonte de 2010 a 2017. Os dados provenientes das empresas listadas no Canadá são decorrentes da análise realizada pelo estudo de Dicko (2017, 2019).

As conexões políticas foram captadas de três formas alternativas considerando o *background* político dos gestores que compõem o conselho de administração (CA), as diretorias (Dir) ou atuam em uma destas esferas de gestão, sendo caracterizada neste estudo como conexão política geral (Ger). Para cada estratégia política adotada pela empresa foram aplicadas duas formas de mensuração, sendo pela variável *dummy* que atribui o valor 1, se a empresa é conectada politicamente pelos membros do conselho de administração; ou diretorias; ou ainda, por uma dessas estruturas organizacionais; e 0, caso contrário. De forma análoga, foi mensurada a quantidade de membros conectados politicamente em cada estrutura de gestão. Ao utilizar as formas alternativas de captar das conexões políticas foram gerados seis métricas, sendo duas para cada estrutura de gestão da empresa (conselho de administração, diretorias e geral).

Para controlar o efeito das conexões políticas sobre os investimentos foram inseridos dois conjuntos de variáveis que captam as características da firma (tamanho da empresa, alavancagem, Q de Tobin, tangibilidade, fluxo de caixa operacional) e as características dos países e macroeconômicas (Ideologia Política, Produto Interno Bruto e *dummies* anuais). O tamanho e a alavancagem estão relacionados à capacidade das empresas em realizar investimentos de longo prazo, uma vez que empresas maiores apresentam maior acesso a fontes alternativas de recursos. Este comportamento pode ser derivado das conexões políticas que permitem acesso a bancos

governamentais (Claessens et al., 2008; Wang, Wei, & Song, 2017; Wellman, 2017); ou pela capacidade de atender aos requisitos para alcançar financiamentos em outras instituições financeiras. O tamanho a empresa foi captado pelo logaritmo natural do total de ativos e o alavancagem corresponde a razão entre a dívida total da empresa e o total de ativos (Dicko, 2017; Golubkov, 2016; Silva, Xavier, Gambirage, & Camilo, 2018; Wang, Xu, Zhang, & Shu, 2018).

A tangibilidade e o fluxo de caixa operacional também podem influenciar, positivamente, a capacidade de investimento das empresas (Zhao, Chen, & Hao, 2018). A tangibilidade foi mensurada pela razão entre o total aplicado em ativo imobilizado e o ativo total, e o fluxo de caixa operacional líquido dividido pelo ativo total. O Q de Tobin foi utilizado para controlar as oportunidades de crescimento às quais as empresas estão sujeitas. Segundo Akey (2015), empresas com maiores oportunidades de crescimento também tendem a realizar maiores investimentos em ativos fixos ou mesmo em P&D. O Q de Tobin representa a razão entre o valor de mercado e valor contábil dos ativos (Akey, 2015; Sojli & Tham, 2017).

Entre as variáveis que captam as características dos macroeconômicas dos países estão o ciclo político, PIB e as *dummies* anuais. Segundo Henisz (2000), a ingerência política e a incerteza macroeconômica dos países podem afetar negativamente a economia e reduzir as taxas de crescimento das empresas. O PIB foi expresso pelo valor dos bens e dos serviços produzidos no ano através do logaritmo natural do seu valor nominal e a ideologia política foi captada por uma variável *dummy*. Ao contexto brasileiro foi atribuído o valor 1 para o período de 2010 a 2015, período de permanência do Partido dos Trabalhadores (PT) na esfera federal, e 0 para o período de 2016 e 2017, período de atuação do governo interino Temer. Para Canadá atribuiu-se o valor 1 para o governo do Primeiro-Ministro Stephen Harper entre 2010 e 2015, e 0 para o governo do Primeiro-Ministro Justin Trudeau.

Ressalta-se que todas as variáveis de controle foram utilizadas com um período de defasagem, com excesso do PIB. Desta forma, os investimentos captados no período  $t$  foram regredidos com as variáveis de controle correspondente ao período  $t-1$ . As variáveis de controle são provenientes da base de dados *Bloomberg*<sup>®</sup>.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva

A Tabela 2 apresenta a distribuição das empresas conectadas e não conectadas politicamente conforme o ambiente institucional analisado. Os dados revelam o comportamento antagônico quanto à formação das redes políticas utilizadas pelas empresas listadas no Brasil e no Canadá. Enquanto no contexto brasileiro evidencia-se queda no uso desta estratégia pelas empresas, ao contexto canadense há crescimento. A instabilidade política e as denúncias de corrupção envolvendo agentes políticos e empresas são fatores que podem estar associados à redução das redes políticas no Brasil. Segundo Wellman (2017), a alternância de governantes com ideologias políticas distintas podem conduzir ao encerramento dos laços políticos vigentes entre empresas e o governo. Neste aspecto, o Brasil vivenciou esta alternância de forma abrupta no período analisado. Em 2014 houve a reeleição da presidente Dilma Rousseff que teve seu mandato interrompido em 2016, por meio de um processo de *impeachment*. O vice-presidente, Temer, assumiu o governo do país até as eleições de 2018.

**Tabela 2.** Frequência das conexões políticas estabelecidas pelas empresas

Painel A: Frequência de empresas conectadas politicamente no Brasil								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Conectadas	39%	46%	42%	42%	40%	36%	34%	30%

Não conectadas	61%	54%	58%	58%	60%	64%	66%	70%
<b>Painel B:</b> Frequência de empresas conectadas politicamente no Canadá								
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Conectadas	32%	37%	41%	41%	44%	46%	46%	49%
Não conectadas	68%	63%	59%	59%	56%	54%	54%	51%

O panorama político brasileiro também foi recheado por denúncias de corrupção envolvendo agentes políticos e empresas. A Operação Lava-Jato colocou em evidência as relações escusas em contratos públicos, licitações e pagamento de propinas pelas empresas a políticos e agentes públicos. Empresas como a Petrobrás e a JBS, que também são conectadas politicamente, foram alvo dessa Operação e reconheceram perdas contábeis, bem como perderam valor de mercado devido aos atos corruptos em que estavam envolvidas. Esse contexto político também favorece a redução das estratégias políticas adotadas pelas empresas.

Em oposição a este contexto político, no Canadá foi notável o crescimento e fortalecimento das conexões entre empresas e o governo. No horizonte analisado, as redes políticas representavam 32% das empresas listadas em 2010 no Índice S&P/TXS, para alcançar 49% em 2017. Este resultado está em linha com os achados de Dicko (2016, 2017), que constataram a recorrência do uso da estratégia política por mais de 52% das empresas listadas no mesmo índice. Segundo Pfeffer e Salancik (2003), as empresas utilizam das redes políticas como instrumento para minimizar a incerteza ambiental.

Apesar de Wellman (2017) sugerir que a ideologia política possa interferir na estabilidade dessas conexões, no contexto Canadense o *background* político apresentou crescimento mesmo diante na alteração governamental em 2016. Neste ambiente, a mudança de governo não representou uma ruptura política ou mesmo instituiu formas opostas de governar o país, como ocorrido no Brasil após o processo de *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff. Diante do panorama político canadense, é plausível que as alterações dos ciclos políticos não interfiram a dinâmica empresarial. Dada a alteração no comportamento das conexões políticas, a Tabela 3 apresenta a estatística descritiva para a amostra de empresas listadas no Brasil e no Canadá.

**Tabela 3.** Estatísticas descritivas das variáveis

<b>Painel A:</b> Estatística descritiva para as empresas listadas no Brasil										
	Capex	CA(Q)	Dir(Q)	Geral(Q)	Tam	Alav	FCO	Tang	Qtobin	PIB
Mínimo	0.00	0.00	0.00	0.00	9.80	0.00	-12.07	0.00	0.11	14.40
Máximo	0.53	6.00	2.00	7.00	26.54	9.39	1.70	0.90	58.70	14.78
Média	0.04	0.55	0.04	0.59	20.53	0.73	0.04	0.29	1.39	14.61
SD	0.05	0.91	0.21	0.97	2.18	0.65	0.34	0.22	3.05	0.14
CV	1.29	1.66	5.34	1.65	0.11	0.89	8.18	0.76	2.19	0.01
<b>Painel B:</b> Estatística descritiva para as empresas listadas no Canada										
	Capex	CA(Q)	Dir(Q)	Geral(Q)	Tam	Alav	FCO	Tang	Qtobin	PIB
Mínimo	0.00	0.00	0.00	0.00	13.27	0.00	-8.78	0.00	0.11	14.24
Máximo	1.23	5.00	2.00	7.00	24.60	7.80	0.47	0.99	15.21	14.43
Média	0.09	0.53	0.12	0.65	20.74	0.49	0.08	0.51	1.53	14.35
SV	0.09	0.82	0.37	0.98	1.66	0.31	0.24	0.30	1.09	0.07
CV	0.98	1.55	3.07	1.50	0.08	0.63	3.15	0.60	0.71	0.00

**Nota:** 1. SD é o desvio-padrão; e CV corresponde ao coeficiente de variação.

Verifica-se que as empresas listadas no Canadá apresentam menor variabilidade quanto ao comportamento dos investimentos, como também para as variáveis de interesse, conexões políticas. Em relação ao nível de investimento, as empresas listadas no Canadá apresentaram valores superiores ao realizados pelas empresas brasileiras. A menor variabilidade das conexões políticas no Canadá apresenta indícios da estabilidade destes laços tanto pelos membros do conselho de administração quanto pelos membros das diretorias.

Entre as variáveis de controle, as empresas brasileiras também apresentaram maior variabilidade quando avaliado o coeficiente de variação. Nota-se que a amostra de empresas listadas de ambos países é semelhante ao apresentar média de 20.53, no Brasil e 20.74, no Canadá. De forma semelhante, as oportunidades de investimentos também apresentam maior variabilidade na amostra brasileira, reportando indícios de que, nem sempre, as empresas realizarão investimentos de forma equânime. Esse resultado pode ser confrontado com o contexto canadense, onde o coeficiente de variação para o Q de Tobin corresponde a 0.71, frente ao escore de 2.19 para a amostra brasileira. Neste paralelo, empresas situadas no Canadá apresentam maiores oportunidades de investimentos e maior aplicação de recursos em aquisição de instalações, equipamentos, como demonstra a média do Q de Tobin, sendo 1.39 para as empresas listadas no Brasil e 1.53 para as empresas listadas no Canadá. A seguir, são apresentadas as análises dos efeitos das conexões políticas no comportamento dos investimentos empresariais, para as empresas listadas no Brasil e no Canadá. Posteriormente, os resultados são discutidos e apresenta-se as considerações finais.

#### 4.2 Análises inferenciais para as empresas listadas no Brasil

Na Tabela 4 são apresentadas as estimações para os modelos aplicados ao contexto brasileiro.

**Tabela 4.** Resultados das regressões para as empresas listadas no Brasil

<b>Painel A:</b> Estimação dos modelos de efeitos fixos com erros robustos						
Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
	Capex	Capex	Capex	Capex	Capex	Capex
CA(D)	0.257** (0.104)					
Dir(D)		0.0406 (0.124)				
Ger(D)			0.214** (0.105)			
CA(Q)				0.074 (0.088)		
Dir(Q)					-0.068 (0.216)	
Ger(Q)						0.233** (0.105)
Tam <sub>t-1</sub>	0.195 (0.118)	0.206* (0.121)	0.195 (0.119)	0.029 (0.064)	0.459** (0.194)	0.108 (0.076)
Alav <sub>t-1</sub>	-0.176 (0.203)	-0.167 (0.209)	-0.177 (0.203)	0.067 (0.151)	-1.510** (0.644)	0.165 (0.166)
Tang <sub>t-1</sub>	0.554*** (0.120)	0.568*** (0.126)	0.562*** (0.125)	0.642*** (0.106)	0.576*** (0.092)	0.554*** (0.151)
FCO <sub>t-1</sub>	0.062	0.068	0.0614	0.048	-0.268	-0.010

	(0.049)	(0.049)	(0.049)	(0.048)	(0.163)	(0.057)
Qtobin <sub>t-1</sub>	0.254**	0.268**	0.262**	0.277***	0.142	0.309**
	(0.129)	(0.136)	(0.131)	(0.096)	(0.289)	(0.155)
Ide(PT)				0.077	0.758	0.334***
				(0.116)	(0.463)	(0.108)
Ide(Temer)	-0.236**	-0.244**	-0.237**			
	(0.106)	(0.106)	(0.107)			
PIB				-1.344*		
				(0.692)		
Constante	-8.383***	-8.584***	-8.358***	15.37	-9.092***	-4.527**
	(2.605)	(2.664)	(2.626)	(10.24)	(1.916)	(1.729)
Efeito fixo do Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo do setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Observações	989	989	989	451	44	469
R <sup>2</sup>	0.290	0.279	0.286		0.875	0.273
Número de empresas	175	175	175	96		98

**Painel B:** Testes de especificação dos modelos e testes econométricos

**Teste F**

t-stat	6.74	6.58	6.7	5.87	2.27	5.65
p-valor	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0566	0.0000

**Teste de Multiplicador de Lagrange (LM) de Breusch-Pagan**

t-stat	348.31	334.65	344.40	119.75	0.00	129.29
p-valor	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	0.0000

**Teste de Hausman**

t-stat	27.22	22.37	26.43	11.35	17.02	30.21
p-valor	0.0116	0.0498	0.0149	0.5819	0.1072	0.0044

**Teste de Wooldridge**

t-stat	27.05	27.399	27.35	20.981	15.489	25.166
p-valor	0.0000	0.0000	0.9676	0.0000	0.0110	0.0000

**Teste de Wald**

t-stat	9.7E+29	8.30E+31	8E+31	3.00E+32	28.6400	2.10E+33
p-valor	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0045	0.0000

**Nota:** 1. Os valores apresentados entre parênteses correspondem às estatísticas t dos coeficientes.

2. \*, \*\* e \*\*\* correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Os resultados do teste LM de Breusch-Pagan demonstram que o modelo de efeitos aleatórios é preferível. Por conseguinte, o resultado do teste de especificação de Hausman permitiu rejeitar a hipótese nula de adequação do modelo aos efeitos aleatórios. Assim, aplicou-se o método de efeitos fixos para todos os modelos com exceção dos modelos 4 e 5. Ao modelo 4, os dados foram adequados do painel de efeitos aleatórios devido a não rejeição da hipótese nula do teste de Hausman. Enquanto o modelo 5 foi adequado do modelo pooled devido a não existência de efeitos fixos e pela não rejeição da hipótese nula do teste LM de Breusch-Pagan. Para que os resultados das estimações sejam válidos os pressupostos de homogeneidade e da ausência de autocorrelação entre os resíduos da regressão com dados em painel sejam atendidos (Wooldridge, 2010). Para tanto, realizou o teste de Wald e o teste de Wooldridge, respectivamente. Apenas ao modelo 3 foi possível não rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação dos resíduos. Os resultados do teste de Wald permitiram rejeitar a hipótese nula de que os resíduos sejam homocedásticos em todos os modelos. Para correção desse problema estimou-se os modelos considerando erros padrão robustos.

Os resultados apresentados no Painel A (Tabela 4) evidenciam que o *background* político geral, isto é, as redes formadas tanto pelos membros do conselho de administração quanto diretorias, influenciam positivamente o comportamento das aquisições de instalações e equipamentos no contexto brasileiro. Este resultado foi significativo, ao nível de 5%, tanto para a variável *dummy* quanto para a quantidade de membros conectados nas empresas. As redes políticas formadas, exclusivamente, pelos membros pelo conselho de administração foram significantes apenas quando foram captadas pela variável *dummy*, o que apresenta indícios que a quantidade de membros conectados não é relevante para promover incremento nos gastos de bens de capital.

Dentre as variáveis de controle, destacam-se o comportamento das oportunidades de crescimento e da tangibilidade na estimação dos três modelos. Consistente com o comportamento esperado, estas variáveis estão positiva e significativamente associadas ao Capex. Desta forma, as empresas com maiores oportunidade de crescimento e maior proporção entre o ativo imobilizado e o ativo total aplicam mais recursos em investimentos de longo prazo. A relação anunciada está em consonância aos achados de Wellman (2017) ao constar que dado o incremento nas oportunidades de investimentos, há crescimento proporcional nos investimentos de longo prazo captados pelo Capex. A variável de ideologia política, corresponde ao governo Temer (2016 a 2017), apresentou comportamento inverso a aplicação de recursos no Capex. Este período foi marcado pela instabilidade política decorrente do processo de *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff, bem como pela mudança no direcionamento das políticas econômicas no país. Desta forma, tanto o mercado financeiro quanto as empresas privadas foram acometidas pela incerteza política que pode ter influenciado as decisões empresariais.

### 4.3 Análises inferenciais para as empresas listadas no Canadá

A Tabela 6 apresenta os resultados para os modelos estimados ao contexto canadense

**Tabela 6.** Resultados das regressões para as empresas listadas no Canadá

<b>Painel A:</b> Estimação dos modelos de efeitos fixos com erros robustos						
Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
CA(D)	-0.223 (0.167)					
Dir(D)		0.013 (0.152)				
Ger(D)			-0.197 (0.186)			
CA(Q)				0.274* (0.159)		
Dir(Q)					0.014 (0.139)	
Ger(Q)						0.149 (0.141)
Tam <sub>t-1</sub>	-0.037 (0.094)	-0.029 (0.095)	-0.033 (0.094)	0.427** (0.173)	0.045 (0.079)	0.374*** (0.138)
Alav <sub>t-1</sub>	0.098 (0.129)	0.109 (0.129)	0.105 (0.128)	-0.131 (0.273)	0.001 (0.264)	-0.191 (0.224)
Tang <sub>t-1</sub>	0.354*** (0.131)	0.358*** (0.131)	0.354*** (0.134)	0.604** (0.271)	0.246* (0.138)	0.524*** (0.130)
FCO <sub>t-1</sub>	0.054 (0.036)	0.057 (0.036)	0.054 (0.036)	0.088 (0.066)	-0.008 (0.124)	0.039 (0.060)

Qtobin <sub>t-1</sub>	0.082 (0.086)	0.081 (0.087)	0.079 (0.086)	0.089 (0.176)	0.220 (0.195)	0.143 (0.148)
Ide(Harper)	0.222** (0.088)	0.258*** (0.085)	0.231*** (0.087)	0.385*** (0.094)	0.021 (0.136)	0.416*** (0.095)
Constante	-1.648 (2.021)	-1.880 (2.023)	-1.698 (2.026)	-11.18*** (3.793)	-3.883* (2.025)	-10.49*** (3.006)
Efeito fixo do ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo do setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Observações	1,004	1,004	1,004	402	137	480
R <sup>2</sup>	0.165	0.165	0.163	0.214		0.219
Número de empresas	165	0.160	165	72	25	82

**Painel B: Testes de especificação dos modelos**

**Teste F**

t-stat	9.17	9.09	9.14	9.37	8.4	9.12
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

**Teste de Multiplicador de Lagrange (LM) de Breusch-Pagan**

t-stat	715.16	715.34	713.86	284.18	75.79	309.2
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

**Teste de Hausman**

t-stat	33.20	26.22	31.52	32.00	18.60	23.8
p-valor	0.0009	0.0100	0.0016	0.0014	0.0986	0.0217

**Teste de Wooldridge**

t-stat	27.95	28.02	27.80	38.12	16.133	27.78
p-valor	0.0000	0.0000	0.9676	0.0000	0.0006	0.0000

**Teste de Wald**

t-stat	43849.20	34527.28	4.9E+28	6.3E+27	63242.36	2.80E+28
p-valor	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

**Nota:** 1. Os valores apresentados entre parênteses correspondem às estatísticas t dos coeficientes.

2. \*, \*\* e \*\*\* correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

O Painel B dispõe os testes de especificação que convergem para a adequação do conjunto de dados ao modelo de efeitos fixos, com exceção do modelo 5. Esse resultado tem respaldo na estatística do teste F que apontam para um melhor ajuste do modelo de efeitos fixos, o que é corroborado com os resultados do teste de Hausman. Neste teste, rejeita-se a hipótese nula de existência de efeitos aleatórios para os modelos 1, 2, 3, 4, e 6. Ao identificar a presença de heterocedasticidade entre os resíduos das regressões comprova-se que o teste de Wald rejeitou a hipótese nula de existência de resíduos que sejam homocedásticos. Desta forma, os todos modelos apresentam problemas de heterocedasticidade o que pode enviesar as estimações realizadas. Realizou-se o teste de Wooldridge para detectar a ausência de autocorrelação entre os resíduos da regressão. Apenas modelo 3 aceita-se esta hipótese. Para reduzir os efeitos da heterocedasticidade, os modelos foram estimados com erros padrão robustos.

Nos modelos estimados, apenas a conexão estabelecida pelo conselho de administração, e mensurada pela quantidade de membros conectados, foi significativa ao nível de 10%. As variáveis utilizadas para captar as conexões foram apresentaram significância estatística. Essa proposição anuncia mesmo com o fortalecimento do uso das interações entre empresas e o governo no contexto canadense, as aquisições de instalações e equipamentos não foram influenciadas por estas redes sociais. Para as variáveis de controle, nota-se que a tangibilidade e a atuação do governo do

Primeiro-Ministro Stephen Harper estão positivamente associados ao comportamento do Capex. Os resultados anunciam que as políticas desenvolvidas durante do governo do referido Primeiro-Ministro impactaram positivamente na aquisição de instalações e equipamentos pelas empresas listadas no Canadá.

## **5 DISCUSSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Ao contexto brasileiro, os resultados alcançados permitem confirmar a H1 relatando uma relação positiva e significativa, ao nível de 5%, entre a conexão política geral e os investimentos em aquisições de instalações e equipamentos, Capex. Este resultado foi significativo tanto para o uso da variável *dummy* quanto para a mensuração da quantidade de membros conectados no conselho de administração e nas diretorias. Ao estimar modelos isolando as métricas de conexões políticas, apenas o uso da variável *dummy* para os membros do conselho de administração foram significativas.

O efeito positivo das conexões políticas no Capex estão em consonância com os pressupostos da Teoria da Dependência de Recursos na medida em que as redes políticas permitem a diferenciação e vantagens competitivas frente a seus pares não conectados (Pfeffer & Salancik, 1978). O comportamento anunciado está em consonância a pesquisas anteriores realizadas no ambiente brasileiro que demonstram a relação positiva e significativa entre conexões políticas e outros tipos de investimentos empresariais. Costa, Bandeira-de-Mello e Marcon (2013) constatam que as conexões políticas influenciam a diversificação dos grupos empresariais e Sena, Lana e Bandeira-de-Mello (2016) sugerem as conexões políticas afetam os ativos intangíveis de modo positivo e significativo.

O efeito sobre o Capex pode ser explicado por diferentes fatores. Primeiro, cabe aos órgão de gestão empresarial, com destaque ao conselho de administração, realizar decisões importantes, relacionados a fusões e aquisições, mudanças na estrutura de capital da empresa, como recompras de ações, ou novas emissões de dívida, ou realizações de investimentos de longo prazo (Machold, Huse, Minichilli, & Nordqvist, 2011; Menozzi, Urtiaga, & Vannoni, 2012). Desta forma, os agentes conectados têm autonomia para influenciar as decisões financeiras na tentativa de aproximar as demandas governamentais às estratégias empresariais. Os agentes políticos também podem utilizar de sua influência, junto ao governo, para prospectar informações sobre o desenvolvimento de políticas públicas que possam tanto favorecer a aquisição de equipamentos, quanto identificar o fomento a esta atividade em setores específicos (Li, Meyer, Zhang, & Ding, 2017). Nesta linha, as conexões políticas permitem ganhos competitivos às organizações no que tange a prospecção de recursos provenientes do governo. De modo semelhante, as redes políticas podem acessar fontes alternativas de financiamentos de longo prazo para realizar investimentos em aquisições de instalações e equipamentos (Claessens et al., 2008; Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2015; Rocha, 2011).

O crescimento dos investimentos em equipamentos em instalações sugere que as empresas conectadas possam expandir suas atividades operacionais. Este crescimento repercute sob o setor público uma vez que haverá abertura de novos postos de trabalho. Segundo Bertrand et al. (2018), a associação entre conexões políticas e investimentos em atividades operacionais pode ser uma forma de retribuição de favores das empresas ao poder político. Os resultados sugerem que mesmo com a redução no uso do *background* político pelas empresas listadas no Brasil, as redes sociais ainda são instrumentos capazes de diferenciar as organizações. Ao considerar o panorama institucional, nota-se que a instabilidade política decorrente do processo de *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff associado à corrente anticorrupção, promovida pela Operação Lava-Jato, elaboraram um ambiente de instabilidade em que as redes políticas podem ser uma fonte

alternativa de redução da incerteza para as organizações. Segundo Pfeffer e Salancik (2003), as redes são acessadas em período de maior risco ambiental. Este comportamento não é exclusivo ao contexto brasileiro, no contexto americano, por exemplo, Blau et al. (2013) e Lee et al. (2018) constataram que durante a crise das hipotecas de *subprime*, em 2008, as conexões políticas permitiram que as empresas conectadas fossem beneficiadas, em maior quantidade e menor tempo, com recursos do TARP. Pan e Gang (2017) que evidenciaram que empresas conectadas investem mais em aquisições de instalações e equipamentos dos seus pares, na China. Nesse estudo, os autores avaliaram como as campanhas anticorrupção aliada as redes políticas promoveram aumento nos investimentos empresariais

Ao contexto canadense não foi evidenciada a relação positiva e estatisticamente significativa entre as conexões políticas e o Capex. Desta forma, a Hipótese 2 não foi confirmada e pode ser explicada por fatores complementares. Primeiro, o Capex apresentou menor variabilidade entre as empresas listadas no Canadá do que entre as empresas listadas no Brasil. Ao contexto canadense, o coeficiente de variação foi de 0.98 e no Brasil foi 0.31 maior, isto é, correspondente a 1.29. Além disto, não foi encontrada significância estatística na diferença de média entre empresas conectadas e seus pares não conectados quanto aos investimentos em instalações e equipamentos no Canadá. Este comportamento indica que não há diferenciação nos investimentos em Capex quando segmentadas pela conexão política geral.

Por outro lado, estudos relacionados à Teoria da Dependência de Recursos também anunciam que as redes políticas são, majoritariamente, utilizadas em períodos de maior incerteza e como instrumento de controle ambiental por meio da redução dos riscos proporcionados pelo governo (Hillman et al., 2009; Pfeffer & Salancik, 2003). Neste aspecto, o resultado anunciado é plausível visto que no horizonte contemplado por esta pesquisa, 2010 a 2017, as empresas listadas no Canadá pouco foram impactadas por mudanças políticas ou institucionais que poderiam influenciar o uso e ativação das redes políticas pelas empresas. Apesar da modificação na política do governo federal, por meio das eleições transcorridas em 2015, que elegeu o Primeiro-Ministro Justin Trudeau, não há anúncios de rupturas institucionais ou na transposição das políticas públicas decorrentes do governo eleito. Destaca-se, no entanto, que as denúncias de corrupção envolvendo o Primeiro-Ministro Justin Trudeau não são abrangidas visto que ocorreram no intervalo temporal não contemplado nesta pesquisa.

De modo geral, os resultados apresentam indícios de que as conexões políticas são utilizadas como instrumento estratégico, especialmente, em momentos de incerteza política, como o evidenciado no contexto brasileiro. Apesar o crescimento e fortalecimento das teias políticas no contexto canadense, as vantagens proporcionadas por estes mecanismos não são refletidas na alocação dos investimentos captados pelo Capex. Assim, o presente estudo não confirma a Hipótese 2 anunciada. Desta forma, abre-se espaço para que novas investigações reflitam quais seriam as vantagens promovidas pelas conexões políticas em ambientes desenvolvidos, bem como quais seriam os caminhos pelos quais as conexões políticas fazem-se presente nas decisões organizacionais.

O estudo sugere que pesquisas futuras utilizem de técnicas de *matching* para identificar empresas não conectadas politicamente que sejam semelhantes às conectadas. Esta alternativa pode minimizar os efeitos de endogeneidade, bem como controlaria o efeito das conexões políticas na dinâmica empresarial ao segmentar um grupo de tratamento e outro com o efeito. Sugere-se também que pesquisas futuras continuem a explorar e comparar ambientes institucionais distintos visto que isto permitirá aperfeiçoar tanto a Teoria da Dependência de Recursos, quanto identificar como as estratégias de redes sociais podem influenciar decisões contábeis e financeiras das empresas.

**REFERÊNCIAS**

- Akey, P. (2015). Valuing changes in political networks: Evidence from campaign contributions to close congressional elections. *Review of Financial Studies*, 28(11), 3188–3223. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv035>
- Albino-Pimentel, J., Dussauge, P., & Shaver, J. M. (2018). Firm non-market capabilities and the effect of supranational institutional safeguards on the location choice of international investments. *Strategic Management Journal*, 39(10), 2770–2793. <https://doi.org/10.1002/smj.2927>
- Berkman, H., Cole, R. A., & Fu, L. J. (2010). Political Connections and Minority-Shareholder Protection: Evidence from Securities-Market Regulation in China. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(6), 1391–1417.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2018). The Cost of Political Connections. *Review of Finance*, 22(3), 849–876. <https://doi.org/10.1093/rof/rfy008>
- Blau, B. M., Brough, T. J., & Thomas, D. W. (2013). Corporate lobbying, political connections, and the bailout of banks. *Journal of Banking and Finance*, 37(8), 3007–3017. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.005>
- Bonardi, J. P., Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2005). The attractiveness of political markets: Implications for firm strategy. *Academy of Management Review*, 30(2), 397–413. <https://doi.org/10.5465/AMR.2005.16387895>
- Borghesi, R., Houston, J. F., & Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance*, 26, 164–181. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.008>
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Saffar, W. (2008). Political connections of newly privatized firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 654–673. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.08.003>
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Saffar, W. (2012). The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions. *The Journal of Financial Research*, 35(3), 397–423. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2012.01322.x>
- Claessens, Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 554–580. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.003>
- Costa, M., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2013). Influência da Conexão Política na Diversificação dos grupos empresariais brasileiros. *Revista de Administração de Empresas*, 53(4), 376–387.
- Dicko. (2016a). Firms Political Connections and Winning Government Contracts. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 19–32. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n2p19>
- Dicko, S. (2016b). Firms Political Connections and Winning Government Contracts. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 19. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n2p19>
- Dicko, S. (2017). Political connections, ownership structure and quality of governance. *International Journal of Managerial Finance*, 13(4), 358–377. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2017-0010>
- Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *The American Economic Review*, 96(1), 369–386.
- Fernández-Méndez, García-Canal, E., & Guillén, M. F. (2018). Domestic political connections and international expansion: It's not only 'who you know' that matters. *Journal of World Business*. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2018.03.006>
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of*

- Finance*, LXI(2), 689–724.
- Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 91(4), 1095–1102. <https://doi.org/10.1257/aer.91.4.1095>
- Golubkov, D. (2016). *Corporate Political Connections in Russia and their implications for Firm-Level Operational, Financial, and Investment Activities*. ESSEC Business School.
- Hillman, A. J. (2005). Politicians on the board of directors: Do connections affect the bottom line? *Journal of Management*, 31(3), 464–481. <https://doi.org/10.1177/0149206304272187>
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), 1404–1427. <https://doi.org/10.1177/0149206309343469>
- Kwon, C., Zhang, G., & Zhou, H. (2019). Monetary policy, social capital, and corporate investment. *Journal of Economics and Finance*, 44(1). <https://doi.org/10.1007/s12197-019-9469-y>
- Lana, J. (2017). *Time is Money: o efeito temporal das estratégias políticas corporativas*. Fundação Getúlio Vargas.
- Lazzarini, S. G., Musacchio, A., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2015). What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002-09. *World Development*, 66, 237–253. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2014.08.016>
- Lee, S. H., Ozer, M., & Baik, Y. S. (2018). The impact of political connections on government bailout: the 2008 credit crunch in the United States. *Economics of Governance*, 19(4), 1–17. <https://doi.org/10.1007/s10101-018-0205-4>
- Lester, R. H., Hillman, A., Zardkoohi, A., & Cannella, A. A. (2008). Former government officials as outside directors: The role of human and social capital. *Academy of Management Journal*, 51(5), 999–1013. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2008.34789675>
- Li, J., Meyer, K. E., Zhang, H., & Ding, Y. (2017). Diplomatic and corporate networks: Bridges to foreign locations. *Journal of International Business Studies*, 49(6), 1–25. <https://doi.org/10.1057/s41267-017-0098-4>
- Lopes, A. E. M. P. (2017). Dependência de recursos e custos de transação: rumo a um modelo convergente. *Gestão & Produção*, 24(4), 806–813. <https://doi.org/10.1590/0104-530x2819-16>
- Luo, D., & Ying, Q. (2014). Political Connections and Bank Lines of Credit. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(s3), 5–21. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X5003S301>
- Machold, S., Huse, M., Minichilli, A., & Nordqvist, M. (2011). Board leadership and strategy involvement in small firms: A team production approach. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 368–383. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00852.x>
- Menzio, A., Urriaga, M. G., & Vannoni, D. (2012). Board composition, political connections, and performance in state-owned enterprises. *Industrial and Corporate Change*, 21(3), 671–698. <https://doi.org/10.1093/icc/dtr055>
- Pan, & Tian, G. G. (2017). Political connections and corporate investments: Evidence from the recent anti-corruption campaign in China. *Journal of Banking and Finance*, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.03.005>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. (1978). The External Control of Organizations: a resource dependence perspective. Retrieved from [http://web.unitn.it/files/download/12425/the\\_external\\_control\\_of\\_organizations\\_ch3\\_pfeffer.pdf](http://web.unitn.it/files/download/12425/the_external_control_of_organizations_ch3_pfeffer.pdf)
- Pfeffer, J., & Salancik, G. (1981). The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. *American Journal of Sociology*, 87(3), 757–759.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The External Control of Organizations: a resource*

- dependence perspective*. (S. B. Books, Ed.). California.
- Rocha, D. (2011). *Relações entre dispêndios do BNDES e financiamento eleitoral no governo Lula: uma análise empírica* (No. 35 encontro Anual da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Ciências Sociais-ANPOCS). *35º Encontro Anual da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Ciências Sociais - ANPOCS*. Caxambu-MG.
- Saeed, A., Belghitar, Y., & Clark, E. (2017). Political connections and firm operational efficiencies: evidence from a developing country. *Review of Managerial Science*, *11*(1), 191–224. <https://doi.org/10.1007/s11846-015-0185-5>
- Sena, T. S., Lana, J., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2016). A Influência da Conexão Política nos Ativos Intangíveis. *Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting*, *3*(1), 32–51.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, *109*(4), 995–1025. Retrieved from <https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/politicians-and-firms>
- Silva, J. C., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). A influência das conexões políticas no custo de capital e no desempenho das empresas listadas na B3. *Brazilian Business Review*, *7*(1), 317–330.
- Sojli, E., & Tham, W. W. (2017). Foreign political connections. *Journal of International Business Studies*, *48*(2), 244–266. <https://doi.org/10.1057/s41267-016-0059-3>
- Tahoun, A. (2014). The role of stock ownership by US members of Congress on the market for political favors. *Journal of Financial Economics*, *111*(1), 86–110. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.008>
- Tihanyi, L., Aguilera, R. V., Heugens, P., van Essen, M., Sauerwald, S., Duran, P., & Turturea, R. (2019). State Ownership and Political Connections. *Journal of Management*, *XX*(X), 1–29. <https://doi.org/10.1177/0149206318822113>
- Wang, F., Xu, L., Zhang, J., & Shu, W. (2018). Political connections, internal control and firm value: Evidence from China's anti-corruption campaign. *Journal of Business Research*, *86*, 53–67. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.045>
- Wang, Wei, Y., & Song, F. M. F. M. (2017). Uncertainty and corporate R&D investment: Evidence from Chinese listed firms. *International Review of Economics and Finance*, *47*(October 2016), 176–200. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.10.004>
- Wang, & Xu, H. (2011). Government intervention in investment by Chinese listed companies that have diversified into tourism. *Tourism Management*, *32*(6), 1371–1380. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2011.01.012>
- Wang, Zhang, H. M., Tsai, S. B., Wu, L. D., Xue, K. K., Fan, H. J., ... Chen, Q. (2018). Does a Board Chairman's Political Connection Affect Green Investment?-From a Sustainable Perspective. *Sustainability*, *10*(3), 1–14. <https://doi.org/10.3390/su10030582>
- Wellman, L. A. (2017). Mitigating political uncertainty. *Review of Accounting Studies*, *22*(1), 217–250. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9380-0>
- Wu, Li, S., Ying, S. X., & Chen, X. (2019). Politically connected CEOs, firm performance, and CEO pay. *Journal of Business Research*, *91*, 169–180.
- Zhang. (2017). Political connections and corporate environmental responsibility: Adopting or escaping? *Energy Economics*, *68*, 539–547. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2017.10.036>
- Zhao, Chen, X., & Hao, Y. (2018). Monetary policy, government control and capital investment: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, *11*, 233–254. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2018.04.002>