

102

Conexão política e retorno de empresas de capital aberto: Evidências para o Brasil

Aluno Mestrado/MSc. Student Caio De Paula Cabral, Doutor/Ph.D. Giuseppe Trevisan

Universidade Federal de Pernambuco - UFPE, Recife, Pernambuco, Brazil

Aluno Mestrado/MSc. Student Caio De Paula Cabral

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

Doutor/Ph.D. Giuseppe Trevisan

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

Resumo/Abstract

O objetivo do artigo é analisar o efeito da conexão política sobre medidas de retorno de empresas de capital aberto. Utilizando dados de empresas negociadas na Bolsa de Valores do Brasil e de doações privadas a candidatos políticos no período de 2008 a 2014, explora-se um quase-experimento ocasionado por eleições acirradas. Como estratégia empírica, utiliza-se um desenho de regressão descontínua para recuperação do efeito causal da conexão política, essa última medida como empresas doadoras em que o candidato político foi eleito. Os resultados mostram que as empresas politicamente conectadas apresentam respostas positivas em seus indicadores de retorno e que esse efeito é dissipado com o fim do mandato do político ao qual a empresa estava conectada. O estudo contribui para compreensão da influência causal de doações financeiras sobre o retorno de empresas durante os mandatos políticos.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance



CONEXÃO POLÍTICA E RETORNO DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO: EVIDÊNCIAS PARA O BRASIL

Resumo

O objetivo do artigo é analisar o efeito da conexão política sobre medidas de retorno de empresas de capital aberto. Utilizando dados de empresas negociadas na Bolsa de Valores do Brasil e de doações privadas a candidatos políticos no período de 2008 a 2014, explora-se um quase-experimento ocasionado por eleições acirradas. Como estratégia empírica, utiliza-se um desenho de regressão descontínua para recuperação do efeito causal da conexão política, essa última medida como empresas doadoras em que o candidato político foi eleito. Os resultados mostram que as empresas politicamente conectadas apresentam respostas positivas em seus indicadores de retorno e que esse efeito é dissipado com o fim do mandato do político ao qual a empresa estava conectada. O estudo contribui para compreensão da influência causal de doações financeiras sobre o retorno de empresas durante os mandatos políticos.

Palavras-Chave: Conexão política; doação eleitoral; regressão descontínua; eleições acirradas

1. Introdução

Conexão política corresponde a uma relação entre um político e um terceiro com potencial para concessão de privilégios de interesses particulares (SHARMA; CHENG; LEUNG, 2020). Empresas privadas podem se conectar politicamente de várias maneiras, sendo a doação financeira uma das mais fáceis de se observar e rastrear. Em geral, existem diversas motivações que podem justificar a decisão pelo apoio financeiro a candidaturas políticas. Segundo Snyder Jr. (1990), empresas doadoras encaram suas contribuições como uma forma de investimento, para obtenção de vantagens futuras, enquanto os beneficiários esperam que as contribuições potencializem resultados positivos nas eleições, apesar de que a literatura ainda é pouco conclusiva a respeito do impacto das doações nas chances de eleição dos candidatos (JACOBSON, 2015).

As conexões políticas podem ser abordadas por meio de diversas *proxies*, como quando funcionários da empresa ocupam cargos de confiança nos governos ou membros do governo estão ligados direta ou indiretamente às empresas que podem ser beneficiadas. Algumas empresas, inclusive, têm a sua continuidade altamente dependentes desse tipo de relação (SUN; ZOU, 2021). Essas conexões são bastante comuns e também afetam o comportamento dos investidores (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; CINGANO; PINOTTI, 2013). Em determinados contextos, as conexões políticas estão relacionadas ao controle estatal de recursos-chave que podem interessar empresários que enfrentam adversidades na manutenção de seus negócios. Segundo Sena et al. (2016), os financiamentos bancários, por exemplo, são em grande parte reservados para empresas estatais ou estão sujeitos às altas taxas de juros e ambos são fatores que podem inviabilizar a captação desse tipo de recurso para os empresários do setor privado. Portanto, laços estreitos com governos podem ajudar empresários a superarem impasses desse tipo.

O tema tem recebido atenção nas últimas décadas e, nas maiores economias do mundo, a conexão política tem exercido um papel fundamental para empresas (CINGANO; PINOTTI, 2013; SHARMA; CHENG; LEUNG, 2020). Diversos estudiosos se esforçam para identificar benefícios que as empresas obtêm a partir das suas conexões, que podem incluir, por exemplo, além dos já mencionados, acesso facilitado ao financiamento bancário, o tratamento preferencial em contratos públicos (BOAS; HIDALGO; RICHARDSON, 2014; GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2009; SENA et al., 2016) e a redução das taxas de empréstimos bancários (HOUSTON et al., 2014). Como efeito decorrente de estar politicamente conectado, as empresas possuem menos incentivos para se adequar às pressões externas de órgãos fiscalizadores, podendo inclusive resultar em divulgação de informações financeiras de baixa qualidade (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011). Resumidamente, estes estudos têm ganhado relevância para o entendimento dos canais pelos quais uma empresa politicamente conectada adquire e usufrui dos benefícios.

Apesar da relevância dos esforços dos estudiosos, as contribuições que buscam estimar o impacto dessa conexão sobre indicadores de empresas ainda são escassas. Isso decorre da endogeneidade de se conectar politicamente, que está associada aos diversos determinantes não-observáveis da entidade. Para todos aqueles que se entendem como parte interessada de determinada empresa, estudos com abordagem causal são relevantes porque as perspectivas futuras das empresas podem apresentar diferentes caminhos condicionados ao seu status de conexão política. Nesse contexto, buscando avançar na literatura sobre o tema,

este trabalho surge com o objetivo de analisar o efeito da conexão política sobre medidas de retorno de firma. O objetivo deste trabalho é estimar os impactos da conexão política sobre indicadores de performance das firmas de capital aberto. Para atingir o objetivo, são exploradas bases de dados únicas referentes às empresas de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3) e dados eleitorais detalhados dos candidatos a cargos públicos serão obtidos através do Tribunal Superior Eleitoral (TSE). Para eliminar o problema da endogeneidade entre a conexão política e outros fatores não-observáveis das empresas, explora-se o quase-experimento provocado por eleições acirradas num desenho de regressão descontínua (RDD). Para identificação do efeito causal, a comparação é realizada entre empresas que doaram a candidatos que quase conseguiram se eleger e empresas que doaram aos candidatos que por pouco não se elegeram. Essa estratégia foi validada através de testes de manipulação e balanceamento, mostrando que não há predisposição ao tratamento e que as empresas antes do tratamento são estatisticamente semelhantes. Os resultados mostram que a conexão política proporciona melhor performance às empresas, de modo que essas apresentam, em média, acréscimos nos indicadores de retorno em comparação com as empresas não conectadas. Esse efeito é observado principalmente na segunda metade do mandato do político eleito. Esses benefícios usufruídos pela empresa politicamente conectada se dissipam ao fim do mandato do político ao qual ela estava conectada. Este trabalho contribui para compreensão da influência causal das doações financeiras sobre o retorno de empresas durante os mandatos políticos.

O restante do trabalho está estruturado da seguinte forma: a próxima seção explora a revisão teórica, onde são levantados os principais estudos sobre o tema. A Seção 3 aborda o contexto político brasileiro, discutindo como funcionam as doações a candidatos. A Seção 4 apresenta os dados utilizados nesse trabalho, bem como detalha o processo de mescla entre as bases e a construção das variáveis de interesse. A Seção 5 apresenta a estratégia empírica utilizada para contornar o problema de endogeneidade e também discute os testes utilizados para sua validação. Na Seção 6, são apresentados os resultados principais do trabalho. Por fim, a Seção 7 conclui o trabalho.

2. Revisão Literária

Efeitos de conexão política em firmas têm sido objeto de discussão pelo mundo, nos mais diversos contextos. Não é recente e nem são poucos os trabalhos produzidos que tentam relacionar os benefícios de se estar politicamente conectado aos retornos que se pode ter a partir disso (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; FISMAN, 2001; JOHNSON; MITTON, 2003; SAPIENZA, 2004), porém, definir algo ou alguém como politicamente conectado não é uma classificação objetiva, dessa forma existem diversas *proxies* possível de fazer essa medição. Cada trabalho sobre o assunto traz uma parcela de contribuição, pois o aperfeiçoamento das técnicas econométricas possibilita novas estratégias para a obtenção de inferências causais, além de que o contexto sociopolítico e econômico de cada país pode também são bastante particulares.

Ferguson e Voth, (2008) exploraram os efeitos da conexão política nas firmas durante a Alemanha nazista, encontrando indícios de que empresas ligadas ao Partido Nacional-Socialista dos Trabalhadores alemães tinham melhores resultados que as empresas não

relacionadas. Goldman, Rocholl e So, (2009), utilizando como amostra as empresas que estão no S&P 500, encontram uma correlação entre retornos anormais positivos quando determinada empresa é politicamente conectada ao partido republicano após sua vitória em 2000. Esse mesmo comportamento é observado após o anúncio da nomeação de uma pessoa politicamente conectada ao conselho da empresa.

No contexto brasileiro, Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012) examinaram empresas da BM&FBovespa e encontra evidências de que a conexão política pode estar relacionada a um aumento de valor da firma, que nesse caso é medido pelo Q de Tobin e *Market-to-Book*. Outros trabalhos apontam que tal conexão, seja por doações de campanhas políticas ou background político do membro do conselho de administração, se relaciona com práticas de lobbying (BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2005; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON; ALBERTON, 2007; DA SILVA; GRAMINHO, 2006; RAMALHO, 2007).

Os resultados dos trabalhos mencionados, junto com tantos outros (COOPER; GULEN; OVTCHINNIKOV, 2010; KHWAJA; MIAN, 2005) são relevantes e apresentam indícios de que a conexão política está associada aos resultados positivos para as corporações, porém, nenhum deles utilizam metodologias que permitem inferência causal, ou seja, com uma estratégia de identificação que mitigue a endogeneidade da variável independente. Dentre os poucos trabalhos que possibilitam inferência causal, existem dois que, através de um quase-experimento, encontram resultados significantes e benéficos para empresas politicamente conectadas: Do, Lee e Nguyen (2015) usam uma proxy para conexão política que indica quando um membro do conselho foi da mesma turma de graduação de um político eleito. Através de uma regressão descontínua, seus achados mostram que empresas politicamente conectadas apresentam aumento nos retornos anormais positivos. Utilizando uma estratégia parecida, Boas, Hidalgo e Richardson (2014) desenvolveram trabalho bastante contextualizado. Também através de uma regressão descontínua, eles avaliaram o montante ganho em contratos públicos por empresas que doaram a políticos vitoriosos em eleições para cargos legislativos em 2006. A análise a partir dos contratos públicos foi relevante, pois, posteriormente, esse se mostrou um dos maiores canais de corrupção utilizados pelos políticos brasileiros para obterem benefícios financeiros. O resultado do trabalho dos autores mostrou que as doações feitas por empresas privadas aos políticos ocasionaram aumento de contratos públicos, porém, apenas dentre aquelas que doaram para políticos pertencentes ao Partido dos Trabalhadores (PT), o qual, no intervalo de tempo dos dados utilizados, fazia parte o presidente da república.

Outros trabalhos mostram ainda que conexões políticas corporativas são ativos valiosos que podem ser construídos de várias maneiras. Enquanto as empresas podem ganhar o favor dos políticos por meio de doações para campanhas políticas e esforços de lobby corporativo, os governos estabelecem vínculos com as empresas concedendo acesso preferencial ao crédito por meio de bancos estatais, beneficiando-se ainda mais do clientelismo e do apoio eleitoral (CARVALHO, 2014; LAZZARINI et al., 2015).

Considerando esta revisão, percebe-se que as evidências causais entre conexão política e medidas de performance de empresas ainda são escassas. Além disso, há um foco sobre indicadores de performance mais relacionados ao mercado (retornos anormais, preço, *market-to-book*, Q de Tobin, etc).

3. Contexto Político Brasileiro

No Brasil, campanhas eleitorais são extremamente acirradas e caras (BOAS; HIDALGO; RICHARDSON, 2014). A origem dos recursos utilizados para seu financiamento, até 2014, era predominantemente de origem privada. A parcela de recurso público, vindo do fundo partidário, é destinada apenas aos partidos e administrado por eles, sendo que os valores são insuficientes se comparados com os custos que as campanhas costumam ter (BOURDOUKAN, 2010). As doações de origem privada podem ser feitas diretamente ao candidato ou para o partido político, que faz a destinação do recurso da maneira que desejar. Essas doações podem ser desembolsos do próprio candidato, de pessoas que queiram apoiá-lo ou então de empresas privadas, que poderiam destinar até 2% de sua receita bruta anual à campanha do candidato.

Esse cenário mudou quando, em 2015, foi promulgada uma lei proibindo doações de empresas privadas a candidatos. Essa mudança se deu no contexto das investigações da Lava-Jato, operação policial que iniciou em 2014 e teve como propósito combater a corrupção e lavagem de dinheiro, originada principalmente da íntima relação entre empresas privadas e políticos. A investigação mostrou que essas empresas pagavam propina a políticos em troca de benefícios em processos licitatórios, para terem maior facilidade na obtenção de empréstimos e financiamentos junto a bancos públicos e também influenciar nas votações do legislativo em benefício próprio.

Conforme evidenciado na Tabela 1, a eleição geral de 2014 foi a última a permitir doação de campanha por empresas, que então era a principal fonte de recursos na maioria das eleições. Em 2016, ocorreu a primeira eleição sem financiamento de campanha com recurso de empresas privadas. As campanhas foram financiadas principalmente com doações de pessoas físicas e utilizando capital do próprio candidato. A partir de então, as campanhas passaram a ser financiadas principalmente com recursos públicos originados do fundo partidário e do fundo eleitoral, que são distribuídos para os partidos e que, por sua vez, distribuem internamente entre seus candidatos. O fundo partidário já existia desde 1995, mas o fundo eleitoral foi instituído em 2017 para suprir a drástica diminuição de recursos causada pela nova restrição.

Tabela 1 - Recursos para financiamento de campanha por modalidade

Modalidade	Eleições Municipais				Eleições Gerais				
	2004	2008	2012	2016	2020	2006	2010	2014	2018
Pessoa Jurídica	316,90 29%	507,00 22%	676,00 22%	0,00 00%	0,00 00%	638,55 42%	1.113,16 34%	1.298,87 30%	0,00 00%
Pessoa Física	275,10 25%	579,00 25%	0,04 00%	1.291,60 43%	1.131,97 18%	202,97 14%	354,59 11%	493,29 11%	534,84 16%
Repasse interno	137,40 13%	433,00 19%	681,00 23%	148,82 05%	181,40 03%	369,20 24%	862,33 27%	918,30 21%	203,59 06%
Partido	6,17 01%	192,20 08%	692,00 23%	420,05 14%	4.501,11 71%	77,68 05%	537,05 17%	1.301,64 30%	2.150,00 64%
Recursos Proprios	315,00 29%	568,00 25%	975,00 32%	1.134,24 38%	479,03 08%	204,63 14%	332,11 10%	376,63 08%	451,93 14%
Outros**	29,33 03%	21,18 01%	0,05 00%	0,70 00%	0,62 00%	18,29 01%	22,95 01%	0,75 00%	1,21 00%

Nota: Essa tabela apresenta a origem dos recursos utilizados nas campanhas eleitorais de 2004 até 2020. Os valores estão apresentados em milhões de reais. Logo abaixo é possível ver o percentual da representatividade daquela modalidade de financiamento no respectivo ano. * Recursos de outros candidatos que também concorrem a algum cargo. ** Comercialização de bens, realização de eventos, de origem desconhecida e rendimento de aplicação.

4. Dados

4.1. Construção da Base e Variáveis

Para testar se existe relação entre performance de firma e conexão política, foi construída uma base com dados de cada um dos candidatos que receberam doações de empresas que operam na B3, bolsa de valores Brasileira, e com dados dos demonstrativos financeiros dessas empresas que efetuaram as doações.

Os dados eleitorais foram obtidos a partir de informações públicas disponibilizadas pelo Tribunal Superior Eleitoral (TSE), instância máxima da justiça eleitoral Brasileira, que é responsável por regulamentar, administrar e julgar as demandas relacionadas às eleições. Os dados eleitorais obtidos foram: quantidade de votos que cada um dos candidatos recebeu, seus dados demográficos e todas as doações de campanhas recebidas. Foram aproveitados apenas os dados das eleições para cargos executivos (Prefeito, Governador e Presidente) que possuíam uma disputa apenas entre dois candidatos, seja em primeiro ou segundo turno. A partir da quantidade de votos, foi criada uma variável de percentual de votos que cada candidato obteve em relação ao seu concorrente e a partir dela outra indicando a variação em torno dos 50% dos votos, que é utilizada para indicar o tratamento nas firmas.

Informações a respeito dos demonstrativos contábeis de firmas de capital aberto do Brasil foram obtidas através da *Econômica*, empresa fundada em 1986 que possui uma plataforma amplamente utilizada principalmente por pesquisadores e analistas de investimentos para a obtenção de informações sobre as empresas que operam na B3. A partir dessa base foram extraídas informações dos demonstrativos financeiros no último dia do ano findo e setor de atuação de cada uma das empresas que operam na B3. Com esses dados foi possível construir os indicadores utilizados nesse trabalho: Retorno sobre o ativo (ROA), que corresponde à proporção de Lucro Líquido gerado para cada unidade monetária que a empresa possui de Ativo; Margem de lucro líquido (NPM), que corresponde ao percentual de lucro

líquido que uma empresa consegue gerar a partir de determinada quantidade de receita; Retorno sobre o patrimônio (ROE), que corresponde à proporção de lucro líquido gerado para cada unidade monetária que a empresa possui de patrimônio líquido; E logaritmo neperiano da receita líquida, para que seja possível observar a variável em termos percentuais. O período temporal disponível dos dados é de 2009 até 2018. Uma vez que os benefícios de uma eventual conexão política só poderão ser usufruídos pela empresa conectada a partir do início do mandato de seu político e como as doações de empresas privadas foram proibidas em 2015, os dados eleitorais utilizados foram das quatro eleições compreendidas entre 2008 e 2014.

A partir do CNPJ das empresas e ano da doação/exercício, foi possível unir as observações da base com os dados eleitorais ao da com dados financeiros, de modo que cada uma das observações da base de dados utilizadas nesse trabalho relaciona as informações financeiras da empresa a um candidato que recebeu doação dela em determinado ano eleitoral.

4.2. Estatística Descritiva

A Tabela 2 evidencia a estatística descritiva da base de dados utilizada. A tabela está dividida entre dois grupos: Empresas que efetuaram doação a um candidato que foi eleito e empresas que também efetuaram doação a candidato, mas que esse não foi eleito. Esses dois grupos foram utilizados neste trabalho como grupo de tratamento e controle, respectivamente. A diferença entre a quantidade das observações de variáveis financeiras e as demais é ocasionada pelo fato de que a *Economática* não dispõe de informações financeiras para o ano de 2008.

Tabela 2: Estatística Descritiva

Variável	Eleito		Não Eleito	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
<i>Painel A: Variáveis financeiras (Em R\$ milhões)</i>				
Ativo	21,3	31,3	21,1	26,3
Patrimônio Líquido	6,45	6,66	7,39	6
Receita Líquido	14	16,9	12,7	13,6
Lair	0,76	2,17	0,11	2,17
ROA	0,08	0,16	0,06	0,16
NPM	0,06	0,6	0,03	0,22
ROE	0,16	0,32	0,11	0,31
LnNR	1,57	0,15	1,59	1,06
Observações	130		96	
Variável	Frequência	Representatividade	Frequência	Representatividade
<i>Painel B: Ano</i>				
2008	82	39%	82	46%
2010	15	7%	11	6%
2012	74	35%	61	34%
2014	41	19%	24	14%
<i>Painel C: Cargo</i>				
Governador	35	16%	31	18%
Prefeito	156	74%	143	80%
Presidente	21	10%	4	2%
<i>Painel D: Setor</i>				
Bens Industriais	13	6%	10	6%
Consumo Cíclico	41	20%	25	14%
Consumo não Cíclico	37	18%	30	17%
Financeiro	24	11%	21	12%
Materiais Básicos	89	42%	89	50%
Outros	2	1%	1	1%
Saúde	5	2%	2	1%
Utilidade pública	1	0%	0	0%
Observações	212		178	

Nota: Essa tabela apresenta a média das variáveis financeiras utilizadas para criar os indicadores, bem como os próprios indicadores, expressos em R\$ milhões de reais e também seus respectivos desvios padrão. É possível observar também a frequência de cada ano, cargo e setor das firmas.

É possível notar um contraste entre os dois grupos. Apesar de as empresas do grupo de controle possuírem, em média, uma maior quantidade de capital investido, apresentam também retornos inferiores em relação ao grupo de tratamento. A receita líquida do tratamento é um pouco superior à do grupo de controle, mas o Lucro antes do Imposto de Renda (LAIR) corresponde a menos de 15% do outro grupo, evidenciando uma eficiência

muito maior por parte do grupo de tratamento. Essa diferença reflete no NPM, onde também há um contraste.

Em relação ao ano de eleição das observações, a maioria são de 2008, que junto com a outra eleição municipal correspondem a mais de 75% da base. Em relação a cargos, a quantidade de observações para Governador e Prefeito é aproximada, mas existem mais doações para presidente no grupo de tratamento. Doações feitas a prefeitos são predominantes.

Em relação à representatividade dos setores das empresas, há bastante semelhança entre os dois grupos, mas há uma concentração de doações de empresas que pertencem ao setor de materiais básicos, que corresponde a 46% das observações. Apesar de os contrastes apresentados nos indicadores financeiros serem evidentes, não é possível ser conclusivo e nem criar relações causais sem uma estratégia de identificação bem definida, que mitigue a endogeneidade da variável independente. O capítulo a seguir apresenta a estratégia utilizada neste trabalho para a identificação do efeito da conexão política na performance das firmas.

5. Estratégia Empírica

Neste trabalho pretendemos analisar o impacto das conexões políticas nos indicadores de performance de firma. Em relação à *proxie* de conexão política, entende-se como politicamente conectada aquelas empresas que efetuaram doação a determinado candidato e esse conseguiu se eleger.

A realização de inferência causal é um desafio encontrado em pesquisas quantitativas devido à interferência de fatores não observáveis. O êxito na eleição é endógeno a diversas características das empresas e seus apoiadores. Como solução para contornar esse problema, é proposta uma abordagem utilizando uma regressão descontínua e explorando as eleições acirradas, que é suportada pela ideia de que os candidatos não podem prever a quantidade de votos que receberão quando a concorrência é intensa. Apesar de a possibilidade de sucesso eleitoral de um candidato ser afetada por diversos fatores econômicos, políticos, intelectuais, dentre outros, o total de votos exatos está sujeito a um “componente aleatório não trivial” (LEE, 2008). Dessa forma, a atribuição “eleito” ou “não eleito” é compreendida quase que como uma atribuição aleatória, tendo como única influência que afetará a firma o fato de ela estar politicamente conectada ou não. Dessa forma, é possível mitigar a endogeneidade da regressão causada pelas características do político antes da eleição (LEE, 2008), o que permite estimar o efeito médio de tratamento local das conexões com políticos eleitos contra as conexões com políticos não eleitos, garantindo a validade dos resultados.

A especificação econométrica utiliza como variável de tratamento $\mathbf{1}_{(X_{it} \geq 50\%)}$, variável binária que determina se o candidato apoiado foi eleito no ano t . É utilizado também um polinômio de suavização da margem de votos dos candidatos vitoriosos e derrotados no ano analisado, representado pela variável X_{it} . A equação é representada da seguinte forma:

$$y_{itc} = \beta_1 \mathbf{1}_{(X_{it} \geq 50\%)} + \beta_2 X_{it} \mathbf{1}_{(X_{it} \geq 50\%)} + \beta_3 X_{it} + \lambda_i + \theta_{ct} + u_{itc}$$

Para mitigar componentes não-observáveis da empresa constantes no tempo, bem como heterogeneidades inerentes a cada tipo de eleição, o modelo inclui efeito fixo de firma λ_i e efeitos fixos de tipo de eleição-ano θ_{ct} (estadual ou municipal). u_{itc} é o termo de erro aleatório. A suposição de que a amostra contida na banda ótima é tão boa quanto uma aleatorização para fins de inferência causal pode ser validada através de alguns testes. O mais utilizado para essas circunstâncias é o teste de McCrary (MCCRARY, 2008), que verifica se a distribuição dos dois lados do *cutoff* é contínua. Também é utilizado um teste para verificar se há diferenças entre as firmas tratadas e não tratadas antes do tratamento propriamente. Para isso, aplicamos o mesmo modelo de RDD no ano eleitoral (ano anterior ao início do tratamento) (LEE; LEMIEUX, 2010).

O efeito do tratamento é analisado nos quatro anos de mandato do eleito: t , $t+1$, $t+2$ e $t+3$. Como robustez, foi realizado ainda a verificação dos estimadores no momento $t+4$, que corresponde ao ano posterior ao fim do mandato do eleito, devendo os estimadores perderem a significância estatística. Caso isso não ocorra, é possível que ainda reste algum resquício do efeito da conexão. Para estimação, é utilizado o método de Mínimos Quadrados Ordinários e os erros são clusterizados ao nível da firma e robustos a heteroscedasticidade.

6. Resultado

Esta seção apresenta os resultados da análise empírica, organizados da seguinte forma: Primeiramente, são explorados testes de manipulação e balanceamento das características pré-determinadas para a validação dos resultados. Em seguida, são apresentados os resultados principais deste trabalho com a abordagem de RDD, explorando o comportamento de indicadores de performance ao longo do mandato do político eleito.

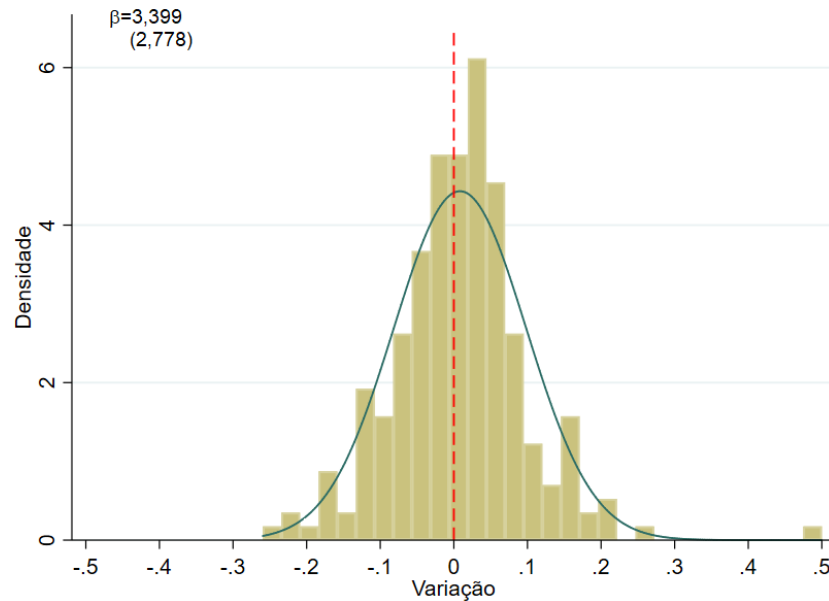
6.1. Manipulação e Balanceamento

Uma das premissas que dão embasamento à utilização do RDD é a suposição de que as características pré-determinadas entre grupo de tratamento e controle são semelhantes, sendo possível realizar uma comparação sem que haja interferência de características não observáveis, assim como em uma atribuição aleatória. Para chegar à validade dessa hipótese, são realizados dois testes. Primeiro, é necessário investigar se não há problema de manipulação, fazendo com que as empresas tendam a doar para candidatos a partir de características observáveis ou não observadas, provocando um desbalanceamento na distribuição. Há o risco de empresas estarem predispostas a realizar doações a políticos que se destacam mais ao longo da campanha, ou então que as doações de campanha por empresas influenciem significativamente os resultados da eleição, fazendo com que as doações se concentrem do lado vitorioso. Qualquer dessas suposições, se constatadas, poderiam afetar a distribuição dos dados (MCCRARY, 2008).

Apesar de serem argumentos intuitivos, a literatura é contraditória e pouco conclusiva a respeito da influência dos gastos de campanha no resultado do pleito (JACOBSON, 2015). A restrição da largura das bandas utilizada no modelo de RDD também elimina as eleições com resultados mais previsíveis, remanescendo apenas aquelas com margem pequena na vitória ou na derrota. Para garantir que não há desbalanceamento na amostra, o teste de

McCrary (2008) na Figura 2 evidencia a homogeneidade da distribuição dos dois lados do *cutoff*, fortalecendo a indisposição da amostra para auto seleção.

Figura 1: Teste de McCrary



Para ratificar o resultado apresentado no teste de McCrary, na Tabela 3 são apresentados os *outcomes* e variáveis de controle no ano eleitoral, antes de as firmas começarem a usufruir dos possíveis benefícios da conexão política. É possível ver que os dois grupos de empresas são estatisticamente semelhantes antes da eleição, não havendo qualquer predisposição a receber ou deixar de receber o tratamento.

Tabela 3: Balanceamento

Variáveis dependentes	Estimador	Erro padrão	obs.
<i>Painel A: Indicadores</i>			
ROA	-0.046	(0.083)	226
NPM	0.067	(.081)	226
ROE	0.185	(.172)	226
LnNR	0.051	(.293)	226
<i>Painel B: Setor</i>			
Bens Industriais	0.025	(0.043)	390
Consumo Cíclico	0.230	(0.221)	390
Consumo não Cíclico	-0.216	(0.15)	390
Financeiro	0.051	(0.141)	390
Materiais Básicos	-0.214	(0.259)	390
Outros	0.068	(0.159)	390
Saúde	0.031	(0.024)	390
<i>Painel C: Tipo de Eleição</i>			
Municipal	0.185	(0.196)	390

Nota: Essa tabela apresenta as diferenças nas características observáveis das firmas no ano imediatamente anterior ao início da conexão, comparando os grupos de tratamento e controle à margem do *cutoff* de eleição acirrada. Os erros padrão clusterizados em nível de firma estão entre parênteses. ***, ** e * representam o nível de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente

Aplicados esses testes, é possível ter uma maior segurança de que não há ocorrência de auto seleção, evidenciando que as empresas dos dois lados do *cutoff* são estatisticamente idênticas e a influência de fatores observáveis e não observáveis são eliminados de modo que a amostra funciona tão bem como em uma atribuição aleatória.

6.2. Impactos da Conexão Política em Medidas de Retorno

Neste tópico, apresentamos os resultados da estratégia de identificação proposta, evidenciando o impacto da conexão política nos indicadores de performance das empresas de capital aberto em determinado ano, onde t corresponde ao primeiro ano após a eleição. No gráfico da Figura 2 é possível ver o comportamento dos *outcomes* nas duas bandas do *threshold* no último ano de mandato ($t+3$) dos políticos. Pode-se observar descontinuidade em todos os casos, porém, apenas há significância estatística no estimador de conexão política sobre as variáveis *NPM* e *LnNR*, conforme mostrado a seguir. Os resultados da Tabela 4 evidenciam os efeitos da conexão política nas empresas no último ano de mandato do candidato apoiado por ela. É possível observar um efeito médio positivo do *NPM*, significativo a 5%. O coeficiente do *LnNR* mostra que empresas politicamente conectadas apresentam, em média, maior lucro, também significativo a 5%. Dessa forma, podemos constatar que esse efeito no indicador não é decorrente simplesmente de uma redução de custos e despesas, mas as empresas politicamente conectadas, em média, tanto aumentam suas receitas de forma isolada, como também aumentam em uma proporção maior do que os custos

e despesas, tornando-as mais lucrativas. Os efeitos da conexão política no *ROA* e *ROE* não são estatisticamente significantes no último ano de mandato do político conectado.

Figura 2: Gráfico t+3

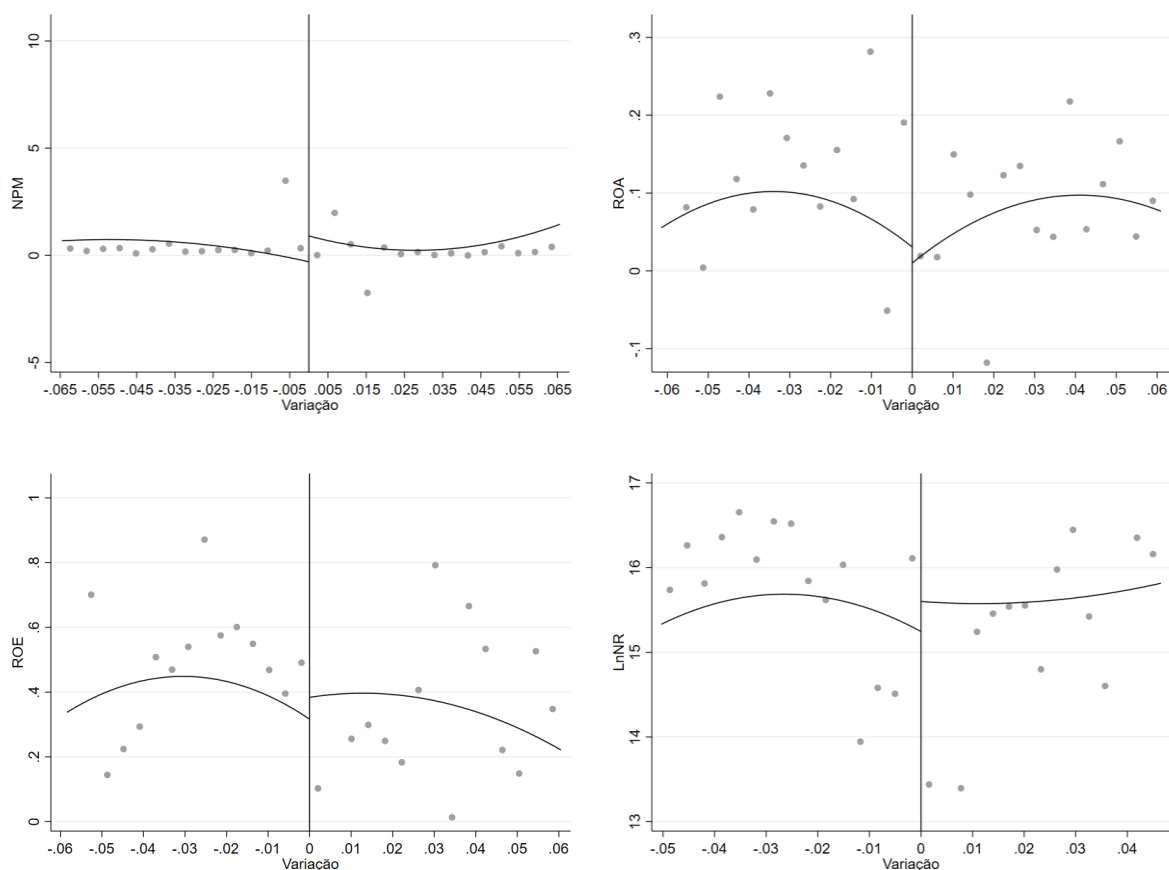


Tabela 4: Conexão Política e Performance de Firma

Tempo	Indicadores			
	NPM	ROE	ROA	LnNR
t+3	1,385** (0,646)	0,083 (0,357)	-0,030 (0,057)	0,376** (0,190)
Observações	332			
Efeito Fixo				
Firma	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo de eleição	Sim	Sim	Sim	Sim

Notas: Essa tabela apresenta as regressões descontínua para cada um dos indicadores no último ano de mandato do político conectado. Erros padrão clusterizados por firma estão entre parênteses. ***, * e * indicam significância em níveis de 1, 5 e 10 por cento, respectivamente.

A Tabela 5 apresenta o impacto da conexão política nos indicadores de performance de firma nos três primeiros anos de mandato do político conectado. Já no primeiro ano é possível ver que as empresas que fizeram doação ao eleito apresentam uma *NPM* superior ao das empresas que efetuaram doação a candidatos perdedores, com significância estatística de 5%. Os efeitos nos demais indicadores não apresentam significância estatística nesse primeiro ano. No segundo, além do *NPM* permanecer superior ao das empresas que doaram a candidatos perdedores, significativa a 10%, o estimador do *ROE* se torna significativa a 1% e positivo, indicando uma melhora nesse indicador para empresas politicamente conectadas. No terceiro ano a significância do *ROE* permanece e o estimador se torna ainda mais expressivo. A margem de lucro líquido volta a ser significativa a 5% e o *ROA* de empresas politicamente conectadas passa a ser significativa a 1% e positivo. É possível notar que efeito da conexão nos indicadores aumentam de forma progressiva ao longo do mandato do político conectado, sendo o terceiro ano de mandato, juntamente com o último, os que trazem mais benefícios às empresas politicamente conectadas.

Tabela 5: Outros Períodos

	Tempo		
	(t)	(t+1)	(t+2)
Indicadores			
NPM	0,460** (0,185)	0,301* (0,169)	0,778** (0,348)
ROE	0,811 (0,507)	0,574*** (0,217)	1,635*** (0,611)
ROA	0,033 (0,032)	0,046 (0,041)	0,247*** (0,075)
LnNR	0,050 (0,268)	0,360 (0,222)	0,365 (0,224)
Observações	348	346	347
Efeito Fixo			
Firma	Sim	Sim	Sim
Tipo de eleição	Sim	Sim	Sim

Notas: Essa tabela apresenta as regressões descontínuas para cada um dos indicadores de performance de firma nos três primeiros anos de mandato do político conectado. Erros padrão clusterizados por firma estão entre parênteses. ***, * e * indicam significância em níveis de 1, 5 e 10 por cento, respectivamente

Por fim, pode-se observar na Tabela 6 que após o termino do mandato todos os indicadores ficam sem significância estatística, sendo esse um resultado esperado, uma vez que o tempo do mandato do político para o qual foi feita a doação se encerrou, é possível que a firma tenha deixado de usufruir da conexão política. Esse achado corrobora também com os resultados de Do et al. (2012), que afirmam que as firmas perdem seus benefícios quando seu político conectado se afasta do cargo.

Tabela 6: Efeito Dissipado

Tempo	Indicadores			
	NPM	ROE	ROA	LnNR
$t+4$	0,394 (0,335)	-0,114 (0,183)	-0,035 (0,030)	0,286 (0,232)
Observações	324			
Efeito Fixo				
Firma	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo de eleição	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: Essa tabela apresenta as regressões descontínuas para o ano seguinte ao último ano de mandato do político ao qual a firma estava conectada. Erros padrão clusterizados por firma estão entre parênteses. ***, * e * indicam significância em níveis de 1, 5 e 10 por cento, respectivamente.

O aumento na Receita líquida de empresas politicamente conectadas evidenciado nos resultados pode estar conectado aos achados do trabalho de Boas, Hidalgo e Richardson (2014), que sugere que empresas politicamente conectadas conseguem obter uma maior quantidade de contratos públicos, podendo ser esse um dos canais pelos quais a empresa eleva sua receita. Adicionando o fato de que empresas politicamente conectadas apresentam, em média, retornos anormais positivos, conforme conclui Do, Lee e Nguyen (2015) em seu trabalho, pode ser também que o efeito da conexão política no preço das ações seja ocasionado, no mínimo em partes, pelo impacto positivo que ela gera nos indicadores financeiros das empresas.

7. Conclusão

A finalidade deste trabalho foi analisar o efeito da conexão política sobre medidas de retorno de firma. Para isso, foi utilizada uma regressão descontínua, tendo como politicamente conectada aquelas empresas que efetuaram doação para candidatos que quase não conseguem se eleger. Conforme discutido nos resultados, foi possível notar grandes impactos nos indicadores das empresas politicamente conectadas em todos os anos de mandato do candidato ao qual a empresa efetuou doação. É necessário destacar que o efeito da conexão é progressivo ao longo do mandato do político eleito, se manifestando principalmente na segunda metade. O resultado deste trabalho é fortalecido pela dispersão ocorrida no ano após o fim do mandato, quando a empresa deixa de se beneficiar direta ou indiretamente do que o seu político pode lhe proporcionar.

Os resultados desse trabalho são restritos a empresas de capital aberto que operam na bolsa de valores do Brasil, não é possível haver generalização pois a estrutura política e influência do privado sobre o público difere bastante em cada país. Nesse trabalho foi analisada apenas as doações que ocorreram por vias legais, mas no Brasil não é incomum doações de campanha não declaradas visando burlar as leis eleitorais.

Apesar disso, o resultado desse trabalho possui relevância significativas para a literatura, tendo como principais contribuições a apresentação de uma abordagem que permite



a inferência causal entre a conexão política e as medidas de retorno com validações anteriores e posteriores ao choque endógeno. Tudo isso corrobora e complementa estudos anteriores sobre *lobbying* e a sensível relação entre interesse público e privado, enriquecendo as evidências e trazendo novos *insights* sobre o assunto. Ainda há muito o que explorar sobre esse assunto no contexto Brasileiro, pois todas as formas que as empresas se beneficiam da conexão política ainda não são de amplo conhecimento. Apesar de doação de campanha por empresas privadas não ser mais permitida, existem várias outras formas de conexão política que ainda podem ser exploradas.

REFERÊNCIAS

- BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Unpacking firm effects: modeling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 9, n. SPE1, p. 65–85, 2005.
- BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R.; ALBERTON, A. **Stakeholder interaction effects on firm performance in emerging countries: the case of Brazil**. Proceedings of the Annual Meeting of the Academy of Management. **Anais...**2007.
- BOAS, T. C.; HIDALGO, F. D.; RICHARDSON, N. P. The spoils of victory: campaign donations and government contracts in Brazil. **The Journal of Politics**, v. 76, n. 2, p. 415–429, 2014.
- BOURDOUKAN, A. Y. **Financiamento público para partidos políticos e campanhas eleitorais no Brasil e seus efeitos sobre o sistema partidário: História e discussão**. International Congress of the Latin American Studies Association, Toronto, Canada. **Anais...**2010.
- BROCKMAN, P.; RUI, O. M.; ZOU, H. Institutions and the performance of politically connected M&As. **Journal of International Business Studies**, v. 44, n. 8, p. 833–852, 2013.
- CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Conexões políticas e desempenho: um estudo das firmas listadas na BM&FBovespa. **RAC-Revista de Administração Contemporânea**, v. 16, n. 6, p. 784–805, 2012.
- CARVALHO, D. The real effects of government-owned banks: Evidence from an emerging market. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 2, p. 577–609, 2014.
- CHANEY, P. K.; FACCIO, M.; PARSLEY, D. The quality of accounting information in politically connected firms. **Journal of accounting and Economics**, v. 51, n. 1–2, p. 58–76, 2011.
- CINGANO, F.; PINOTTI, P. Politicians at work: The private returns and social costs of political connections. **Journal of the European Economic Association**, v. 11, n. 2, p. 433–465, 2013.
- COOPER, M. J.; GULEN, H.; OVTCHINNIKOV, A. V. Corporate political contributions and stock returns. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 2, p. 687–724, 2010.
- DA SILVA, A. C.; GRAMINHO, F. M. Campaign finance and corporate governance: the case of Brazil. **Corporate Ownership & Control**, n. 3, p. 2, 2006.
- DO, Q.-A. et al. Out of sight, out of mind: The value of political connections in social networks. 2012.

- DO, Q.-A.; LEE, Y. T.; NGUYEN, B. D. Political connections and firm value: Evidence from the regression discontinuity design of close gubernatorial elections. 2015.
- FERGUSON, T.; VOTH, H.-J. Betting on Hitler—the value of political connections in Nazi Germany. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 123, n. 1, p. 101–137, 2008.
- FISMAN, R. Estimating the value of political connections. **American economic review**, v. 91, n. 4, p. 1095–1102, 2001.
- GOLDMAN, E.; ROCHOLL, J.; SO, J. Do politically connected boards affect firm value? **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 6, p. 2331–2360, 2009.
- HOUSTON, J. F. et al. Political connections and the cost of bank loans. **Journal of Accounting Research**, v. 52, n. 1, p. 193–243, 2014.
- JACOBSON, G. C. How do campaigns matter? **Annual Review of Political Science**, v. 18, p. 31–47, 2015.
- JOHNSON, S.; MITTON, T. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. **Journal of financial economics**, v. 67, n. 2, p. 351–382, 2003.
- KHWAJA, A. I.; MIAN, A. Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 120, n. 4, p. 1371–1411, 2005.
- LAZZARINI, S. G. et al. What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002–09. **World Development**, v. 66, p. 237–253, 2015.
- LEE, D. S. Randomized experiments from non-random selection in US House elections. **Journal of Econometrics**, v. 142, n. 2, p. 675–697, 2008.
- LEE, D. S.; LEMIEUX, T. Regression discontinuity designs in economics. **Journal of economic literature**, v. 48, n. 2, p. 281–355, 2010.
- MCCRARY, J. Manipulation of the running variable in the regression discontinuity design: A density test. **Journal of econometrics**, v. 142, n. 2, p. 698–714, 2008.
- RAMALHO, R. The persistence of corruption: evidence from the 1992 presidential impeachment in Brazil. **Unpublished paper, World Bank, available at http://www.enterprisesurveys.org/documents/collorpaper_jan_16.pdf**, 2007.
- SAPIENZA, P. The effects of government ownership on bank lending. **Journal of financial economics**, v. 72, n. 2, p. 357–384, 2004.
- SENA, T. S. et al. A influência da conexão política nos ativos intangíveis. **Contabilometria**, v. 3, n. 1, 2016.
- SHARMA, P.; CHENG, L. T.; LEUNG, T. Y. Impact of political connections on Chinese export firms' performance—Lessons for other emerging markets. **Journal of Business Research**, v. 106, p. 24–34, 2020.



SNYDER JR, J. M. Campaign contributions as investments: The US House of Representatives, 1980-1986. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 6, p. 1195–1227, 1990.

SUN, R.; ZOU, G. Political connection, CEO gender, and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, p. 101918, 2021.