

Faculdade FIPECAFI

Programa de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças

**Influência das Conexões Políticas no Desempenho
das Empresas no Brasil**

Cleiton Ricardo Kuronuma

São Paulo

2018

Cleiton Ricardo Kuronuma

**Influência das Conexões Políticas no Desempenho
das Empresas no Brasil**

**Dissertação de Mestrado apresentada ao
Curso de Mestrado Profissional em
Controladoria e Finanças da Faculdade
FIPECAFI, para a obtenção do título de
Mestre Profissional em Controladoria e
Finanças**

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura

São Paulo

2018

Diretor Presidente

Prof. Dr. Welington Rocha

Diretor de Pesquisa

Prof. Dr. Fabio Frezatti

Diretor Geral de Cursos

Prof. Ms. João Domiraci Paccez

Coordenadora do Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças

Profa. Dra. Maria Thereza Pompa Antunes

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

Catálogo na publicação

Serviço de Biblioteca Faculdade FIPECAFI

Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuárias e Financeiras (FIPECAFI)

Dados fornecidos pelo (a) autor (a)

658.15
K96i

Kuronuma, Cleiton Ricardo

Influência das conexões políticas no desempenho das empresas no Brasil / Cleiton Ricardo Kuronuma. -- São Paulo: C. R. Kuronuma, 2018.

119 p.: il.

Dissertação (Mestrado Profissional) - Programa de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças – Faculdade FIPECAFI Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuárias e Financeiras Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura.

1. Conexões políticas. 2. Desempenho de empresas.
3. BNDES. 4. BNDESPar 5. Expansão internacional I. Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura II. Título.

658.15

Cleiton Ricardo Kuronuma

**Influência das Conexões Políticas no Desempenho
das Empresas no Brasil**

**Dissertação de Mestrado apresentada ao
Curso de Mestrado Profissional em
Controladoria e Finanças da Faculdade
FIPECAFI, para a obtenção do título de
Mestre Profissional em Controladoria e
Finanças**

São Paulo, 11 de julho de 2018.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura
Faculdade FIPECAFI

Prof. Dr. George André Willrich Sales
Faculdade FIPECAFI

Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros
FEA-USP

Dedico esta dissertação aos meus pais,
Toshiyuki e Terue (*in memoriam*), e minha
esposa Flavia, pelo apoio incondicional para
poder alcançar mais um objetivo.

Agradecimentos

Ao Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura, meu orientador, pelo incentivo, apoio, confiança e sugestões, desde o início do curso de Mestrado, que foram essenciais para a produção desta dissertação.

Ao Prof. Dr. George André Willrich Sales, membro da banca, pelo incentivo à pesquisa ao longo do curso e pelas contribuições na construção deste estudo.

Ao Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros, membro da banca, por nos honrar aceitando o convite, pelas valiosas críticas e contribuições que aprimoraram esta dissertação e pelo exemplo como acadêmico e pesquisador.

À Profa. Dra. Maria Thereza Pompa Antunes, por coordenar e elevar o nível do curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade FIPECAFI.

À Profa. Dra. Fabiana Lopes da Silva, pela disposição e apoio ao longo do curso, além das inestimáveis contribuições na definição e aplicação dos modelos econométricos utilizados nesta dissertação.

Ao Prof. Dr. Rodrigo Paiva Souza, pelo apoio e discussões na construção do modelo teórico desta pesquisa.

Ao Prof. Dr. Paschoal Tadeu Russo, pelo aprendizado e entusiasmo nas suas disciplinas.

À Profa. Dra. Marta Cristina Pelucio Grecco, pelas excelentes discussões em contabilidade financeira e pelo exemplo como profissional de sucesso.

Ao Prof. Ms. Carmine Rullo, por compartilhar seu conhecimento e experiência sobre a área tributária.

À Assistente da Coordenação do Programa de Mestrado, Fabiola Cauduro da Rocha, pelo apoio e entusiasmo ao longo do curso.

“A ideia básica da democracia em um estado de direito é a de que todos são iguais e livres perante a lei e que, como consequência, as regras legais serão aplicadas a todos, governantes e governados, independentemente de renda ou estrato social. Se as regras não valem para todos, se há aqueles acima das regras ou aqueles que podem trapacear para obter vantagens no domínio econômico ou político, mina-se a crença de que vivemos em um governo de leis e não de homens”.

Dr. Sergio Fernando Moro (Moro, 2015)

Resumo

Essa pesquisa tem o objetivo de contribuir para o conjunto de obras que abordam a relação empresa-governo, levantando evidências empíricas que permitam avaliar se as conexões políticas influenciam o desempenho das empresas, o que será mensurado por meio de três variáveis pouco exploradas pela literatura acadêmica: (i) acesso preferencial ao crédito dos bancos de desenvolvimento; (ii) prioridade na venda de ações ou de debêntures conversíveis em ações para bancos de desenvolvimento; e (iii) expansão internacional. As conexões políticas têm o potencial de influenciar o desempenho e os investimentos das firmas, tendo em vista que decisões governamentais podem beneficiar empresas de forma seletiva, por meio de alterações nas políticas públicas, regulações ou outras medidas (Keim & Baysinger, 1988; Mahon, Murray Jr., & Edwin, 1981). Ainda assim, não há consenso sobre os resultados das conexões políticas para as organizações (Mancuso, 2012; Fejgelman, 2016). Neste trabalho foi feita uma pesquisa quantitativa por meio da análise das firmas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), entre os anos de 2007 e 2016, assim como das suas doações às campanhas eleitorais de 2006, 2010 e 2014 e os potenciais efeitos nos financiamentos do BNDES, nas participações societárias realizadas pelo BNDESPar e no índice de transnacionalização da UNCTAD, durante o período analisado, com o intuito de colaborar para o entendimento da influência das conexões políticas no desempenho das empresas brasileiras. As evidências obtidas por meio de testes de regressão de dados em painel de efeito fixo com erro padrão robusto de *Driscoll-Kraay* trouxeram importantes descobertas, apresentando indícios de que: (i) firmas conectadas politicamente tendem a ter acesso preferencial ao crédito bancário do BNDES, a partir do anúncio do resultado das eleições; (ii) firmas com conexões políticas tendem a ter acesso preferencial na venda de ações ou debêntures conversíveis em ações para o BNDESPar, a partir do anúncio do resultado das eleições; e (iii) firmas conectadas politicamente tendem a se expandir internacionalmente mais do que as firmas sem conexões políticas.

Palavras-chave: Conexões Políticas, BNDES, BNDESPar, Expansão Internacional.

Abstract

This research is intended to contribute to the set of works that address the firm-government relationship, raising empirical evidence to assess whether political connections influence the performance of companies, measured by three dimensions that are little explored by the academic literature: (i) preferential access to credit from development banks, (ii) priority negotiation of shares or debentures convertible into shares with development banks, and (iii) international expansion. As political connections can potentially influence firms' performance and investments, since government decisions can arbitrarily benefit companies through changes in public policies, regulations, or other measures (Keim & Baysinger, 1988; Mahon, Murray Jr., & Edwin, 1981). Nevertheless, there is no consensus on the results of political connections to organizations (Mancuso, 2012; Fejgelman, 2016). In this research, a quantitative research was carried out, through the analysis of firms listed in B3 (São Paulo Stock Exchange), between 2007 and 2016, their donations to the 2006, 2010 and 2014 electoral campaigns as well as the potential effects on the Brazilian National Development Bank (BNDES) loans, Brazilian National Development Bank equity investments by BNDESPar and UNCTAD 's transnationalization index, with the purpose of contributing to the understanding the influence of political connections on the performance of Brazilian companies. Evidence from the *Driscoll-Kraay* robust standard error regression data has brought important findings, suggesting that: (i) politically connected firms tend to have preferential access to BNDES loans, since the announcement of the result of the elections; (ii) firms with political connections have preference on the sale of shares or debentures convertible into shares to BNDESPar, since the announcement of the result of the elections; and (iii) politically connected firms tend to expand internationally more than firms without political connections.

Keywords: Political Connections, Brazilian National Development Bank, Internationalization.

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Financiamento de campanhas estaduais e federais de 2006, 2010 e 2014	34
--	----

Lista de Figuras

Figura 1 – Modelo teórico da pesquisa	66
---	----

Lista de Quadros

Quadro 1 – Custos e benefícios adicionais para o proprietário	30
Quadro 2 – Custos e benefícios adicionais para o político	31
Quadro 3 – Custos e benefícios adicionais para o eleitor	31
Quadro 4 – Taxas TJLP e SELIC de 2008 a 2017	40
Quadro 5 – Pesquisas sobre o acesso ao crédito dos bancos de desenvolvimento e as conexões políticas	43
Quadro 6 – Pesquisas sobre a participação societária dos bancos de desenvolvimento e as conexões políticas	46
Quadro 7 – Pesquisas sobre a expansão internacional e as conexões políticas	53
Quadro 8 – Fontes, objetivos e procedimentos de pesquisa	63
Quadro 9 – Descrição das variáveis dependentes	64
Quadro 10 – Descrição da variável independente	65
Quadro 11 – Descrição das variáveis de controle	65
Quadro 12 – Pressupostos e testes do modelo de regressão	68
Quadro 13 – Modelos robustos de regressão	69

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Doações para as campanhas das eleições de 2006, 2010 e 2014	57
Tabela 2 – Valor médio por doador para as eleições de 2006, 2010 e 2014	58
Tabela 3 – Doações para as eleições de 2006, 2010 e 2014 por pessoas físicas e jurídicas	58
Tabela 4 – Representatividade da amostra sobre o total de doações por pessoas jurídicas	59
Tabela 5 – Financiamentos do BNDES por tipo de concessão para as empresas analisadas ...	60
Tabela 6 – Média anual dos financiamentos do BNDES por ciclo eleitoral	60
Tabela 7 – Quantidade de firmas que receberam investimentos do BNDESPar	61
Tabela 8 – Índice médio de transnacionalidade da UNCTAD das empresas analisadas	62
Tabela 9 – Estatísticas descritivas da amostra	71
Tabela 10 – Matriz de correlação para as principais variáveis de pesquisa	72
Tabela 11 – Doações para as eleições de 2006, 2010 e 2014 pelas firmas da amostra	73
Tabela 12 – Os cinco maiores doadores da amostra para as campanhas eleitorais de 2006, 2010 e 2014	74
Tabela 13 – Financiamentos obtidos no BNDES pelas firmas da amostra nos três ciclos eleitorais	75
Tabela 14 – As cinco firmas da amostra que receberam os maiores financiamentos do BNDES no período	75
Tabela 15 – Participações societárias do BNDESPar nas firmas da amostra nos três ciclos eleitorais	76
Tabela 16 – Grau de internacionalização das firmas da amostra nos três ciclos eleitorais	76
Tabela 17 – As cinco firmas da amostra com o maior grau de internacionalização no período	77
Tabela 18 – Estimação do primeiro painel pelo método de efeitos fixos	78
Tabela 19 – Resultado do teste VIF para o primeiro painel	79
Tabela 20 – Resultado do teste de <i>Jarque-Bera</i> para o primeiro painel	
Tabela 21 – Resultado do teste de <i>Breusch-Godfrey</i> para o primeiro painel	80
Tabela 22 – Resultado do teste de <i>White</i> para o primeiro painel	80

Tabela 23 – Estimação do primeiro painel pelo método de efeitos fixos com erro padrão robusto (<i>Huber-White</i>)	81
Tabela 24 – Estimação do primeiro painel pelo método de efeitos fixos com erro padrão robusto (<i>Driscoll-Kraay</i>)	81
Tabela 25 – Estimação do segundo painel pelo método de efeitos fixos	83
Tabela 26 – Resultado do teste VIF para o segundo painel	84
Tabela 27 – Resultado do teste de <i>Jarque-Bera</i> para o segundo painel	84
Tabela 28 – Resultado do teste de <i>Breusch-Godfrey</i> para o segundo painel	85
Tabela 29 – Resultado do teste de <i>White</i> para o segundo painel	85
Tabela 30 – Estimação do segundo painel pelo método de efeitos fixos com erro padrão robusto (<i>Huber-White</i>)	86
Tabela 31 – Estimação do segundo painel pelo método de efeitos fixos com erro padrão robusto (<i>Driscoll-Kraay</i>)	86
Tabela 32 – Estimação do terceiro painel pelo método de efeitos fixos	88
Tabela 33 – Resultado do teste VIF para o terceiro painel	89
Tabela 34 – Resultado do teste de <i>Jarque-Bera</i> para o terceiro painel	89
Tabela 35 – Resultado do teste de <i>Breusch-Godfrey</i> para o terceiro painel	90
Tabela 36 – Resultado do teste de <i>White</i> para o terceiro painel	90
Tabela 37 – Estimação do terceiro painel pelo método de efeitos fixos com erro padrão robusto (<i>Huber-White</i>)	91
Tabela 38 – Estimação do primeiro painel pelo método de efeitos fixos com erro padrão robusto (<i>Driscoll-Kraay</i>)	91

Lista de Siglas

BCB – Banco Central do Brasil

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDESPar – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações

CEO – *Chief Executive Officer*, o principal executivo de uma organização

CME – *Coordinated Market Economy*

FEFC – Fundo Especial de Financiamento de Campanha

IED – Investimento Externo Direto

IPO – *Initial Public Offering*

LME – *Liberal Market Economy*

LOA – Lei Orçamentária Anual

ROA – *Return on Assets*

STF – Superior Tribunal Federal

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

TSE – Tribunal Superior Eleitoral

UNCTAD – *The United Nations Conference on Trade and Development*

VIF – *Variance Inflation Factor*

Sumário

1	Introdução.....	19
1.1	Contextualização do Tema.....	19
1.2	Objetivos.....	23
1.2.1	Objetivo Geral	23
1.2.2	Objetivos Específicos	23
1.3	Questão de pesquisa.....	23
1.4	Hipóteses de Pesquisa	23
1.5	Justificativa	25
1.6	Possíveis Contribuições	26
2	Referencial Teórico	28
2.1	Conexões Políticas	28
2.1.1	Conexões Políticas à luz da Teoria de Agência.....	29
2.1.2	Formas para Estabelecimento de Conexões Políticas.....	31
2.1.3	Conexões Políticas no Brasil	32
2.1.4	Financiamento de Campanhas Eleitorais no Brasil	33
2.2	Conexões Políticas e o Desempenho de Empresas	36
2.2.1	Acesso aos Bancos de Desenvolvimento.....	37
2.2.2	Expansão Internacional.....	46
3	Procedimentos Metodológicos	54
3.1	Tipologia da Pesquisa	54
3.2	População e Amostra	55
3.3	Procedimentos de Coleta de Dados	55
3.4	Procedimentos de Tratamento de Dados	56
3.4.1	Tratamento de Dados da Base da Economática®.....	56
3.4.2	Tratamento de Dados do Portal da B3	56
3.4.3	Tratamento de Dados do Portal do TSE	57
3.4.4	Tratamento de Dados do Portal do BNDES	59
3.4.5	Tratamento de Dados do Portal da FDC.....	61
3.4.6	Resumo das Fontes de Pesquisa	62
3.5	Caracterização das Variáveis de Pesquisa	63
3.5.1	Variáveis Dependentes	64
3.5.2	Variável Independente	64

3.5.3	Variáveis de Controle	65
3.6	Modelo Teórico da Pesquisa	66
3.7	Método	66
3.7.1	Análise das Estatísticas Descritivas	66
3.7.2	Técnicas de Análise de Dados	67
3.7.3	Modelos Econométricos	69
4	Apresentação e Análise dos Resultados	71
4.1	Estatísticas Descritivas	71
4.2	Análise das Variáveis.....	73
4.2.1	Análise da Variável de Doações às Campanhas Eleitorais.....	73
4.2.2	Análise da Variável de Financiamento Obtido no BNDES.....	74
4.2.3	Análise da Variável de Participação Societária do BNDESPar	76
4.2.4	Análise da Variável de Grau de Internacionalização.....	76
4.3	Análise dos Modelos Econométricos.....	77
4.3.1	Primeiro Painel: Financiamento Obtido no BNDES	77
4.3.2	Segundo Painel: Participação Societária do BNDESPar.....	82
4.3.3	Terceiro Painel: Grau de Internacionalização	87
5	Considerações Finais	93
	Referências	96
	Apêndices	108

1 Introdução

1.1 Contextualização do Tema

A literatura acadêmica que estuda a relação firma-ambiente entende que as organizações buscam estreitar vínculos com o meio ambiente com o propósito de preservar e atrair valor (Agrawal & Knoeber, 2001; Fisman, 2001; Jonhson & Mitton, 2003). Dentre os importantes vínculos das organizações com o meio ambiente está a política. Embora não haja consenso, o arcabouço teórico aponta para a importância do relacionamento político entre as firmas e o poder público (Pittman, 1977; Mahon, Murray Jr., & Edwin, 1981; Yoffie, 1988; Keim & Baysinger, 1988). Segundo Camilo (2011), de um lado, empresas necessitam de capital para o funcionamento e crescimento de seus negócios; por outro, o governo exerce importante papel na economia por meio do fornecimento de recursos financeiros, deliberação de políticas e condução de organizações públicas.

Diferentes países capitalistas construíram soluções que permitiram um maior ou menor grau de coordenação entre os agentes econômicos e destes com o Estado (Hall & Soskice, 2001; Amable, 2003; McMenamin, 2013). Neste contexto, pesquisadores como Hall e Soskice (2001) e Amable (2003) estabelecem dois grandes tipos de capitalismo: a economia de mercado coordenada (CME) e a economia de mercado liberal (LME). Nas economias de mercado coordenadas, as associações empresariais, em geral, são influentes, assumindo o papel de apoio às empresas no contexto político (McMenamin, 2013; Schneider, 2013). Como resultado, o financiamento dos partidos políticos pelas corporações, nestes países, é reduzido, tal como ocorre, por exemplo, na Alemanha (McMenamin, 2013; Schneider, 2013). Nas economias de mercado liberais, as empresas tendem a buscar influência política de forma individualizada, pois as associações empresariais não têm grande poder de influência e a concorrência é mais intensa (McMenamin, 2013; Schneider, 2013). Como consequência, nestes países, como os Estados Unidos e o Reino Unido, as empresas tendem a realizar mais doações às campanhas eleitorais (McMenamin, 2013; Schneider, 2013).

Para a América Latina, Schneider (2013) define uma terceira categoria: economia de mercado hierárquica (HME). Este grupo é caracterizado pela presença de grandes grupos empresariais, corporações multinacionais e mão de obra pouco qualificada. O ambiente empresarial é menos competitivo e mais oligopolista do que o das economias de mercado liberais (Schneider, 2004, 2013). A estrutura econômica e política da América Latina sugere que as firmas tenham o desejo de participar do processo político (Boas, Hidalgo, & Richardson, 2014). As empresas líderes têm como principal incentivo para a busca das conexões políticas a

manutenção da sua influência; as empresas de menor porte, por outro lado, podem depender dos relacionamentos com entes públicos para conseguir concorrer com as grandes corporações (Schneider, 2004, 2013).

No Brasil, segundo Astorino (2015), o governo sempre teve historicamente “uma atuação central na economia e uma estreita relação com a elite empresarial brasileira”. Faoro (2001) e Holanda (1995) sugerem que o Estado brasileiro teve sua formação fundamentada no sistema de patrimonialismo, uma forma de dominação política caracterizada pela ausência de fronteiras entre os domínios público e privado. Macedo, Silva e Machado (2015) também defendem que a economia brasileira sempre teve grande dependência do Estado, que, por meio de sua grande capacidade de investimento, estimulou o surgimento do relacionamento entre empresas e o governo.

Lazzarini (2011) verificou que algumas empresas brasileiras ainda hoje buscam estreitar seus relacionamentos com o governo por meio de um “contato pessoal que é estabelecido para obter algum benefício particular ou, ainda, um gesto de apoio visando algo em troca no futuro”. Este autor define como capitalismo de laços esta complexa rede de “contatos, alianças e estratégias de apoio gravitando em torno de interesses políticos e econômicos”. Com decisões baseadas em contatos pessoais, os recursos da sociedade podem ser mal alocados, favorecendo as partes envolvidas (Lazzarini, 2011).

No que se refere à forma de influenciar os políticos, embora haja outros meios, as doações às campanhas eleitorais compõem um importante meio para sua realização (Claessens, Feijen, & Laeven, 2007, p. 2). As contribuições aos políticos possuem grande relevância no relacionamento firma-governo, pois: (i) elas podem impactar significativamente o resultado das eleições, à medida que a quantidade de votos recebida por um candidato possui correlação com o total arrecadado em sua campanha (Samuels, 2001; Mancuso, 2012); (ii) estas são mais objetivas, quando comparadas com outras formas tipicamente utilizadas para identificar a presença de conexões entre entes públicos e firmas, como a presença de políticos no conselho das organizações; (iii) elas permitem a medição da intensidade de uma conexão ao invés de unicamente apontar sua presença; e (iv) estas permitem investigar como os aportes são distribuídos entre os diferentes perfis de candidatos a cargos públicos. Por estas razões, este trabalho utiliza as doações às campanhas eleitorais como *proxy* do grau de relacionamento político das organizações.

As conexões políticas têm o potencial de impactar o desempenho e os investimentos das empresas, trazendo implicações para a sociedade, na medida em que decisões governamentais podem colocar certas organizações em primeiro plano por meio de alterações nas políticas

públicas, regulações e outras medidas que beneficiem tais empresas (Keim & Baysinger, 1988; Mahon, Murray Jr., & Edwin, 1981). No entanto, não há unanimidade entre os autores acadêmicos sobre os resultados das conexões políticas para as empresas (Mancuso, 2012; Fejgelman, 2016). Alguns estudos defendem que o relacionamento político proporciona a possibilidade de influenciar as atividades do governo, trazendo benefícios para as firmas por meio de acesso a informações ou influência, assim com a redução de custos de transação e incertezas (Hillman, Zardkoohi & Bierman, 1999). Também existem trabalhos acadêmicos que apresentam resultados controversos sobre os reais benefícios de tais relacionamentos.

Pesquisadores, principalmente estrangeiros, há tempos, tentam investigar a relação existente entre as conexões políticas por grupos de interesse e os benefícios advindos desta associação. Dentre alguns dos principais estudos acadêmicos que abordam tal vínculo estão os que sugerem uma possível valorização das firmas (Fisman; 2001; Faccio, 2006; Claessens, Feijen, & Laeven, 2007; Goldman, Rocholl, & So, 2008; Faccio, 2010; Bandeira-de-Mello, Marcon, Goldszmidt, & Zambaldi, 2012), um aumento de participação de mercado (Lu, 2008; Faccio, 2010; Boas, Hidalgo, & Richardson, 2014) e um acesso preferencial ao crédito (Joh & Chiu, 2004; Claessens, Feijen, & Laeven, 2007; Faccio, 2010).

Mais recentemente, foram realizadas pesquisas que abordam outras dimensões da influência das conexões políticas no desempenho das empresas, tais como: acesso ao crédito de bancos de desenvolvimento (Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello e Marcon, 2011; Rocha, 2011; Sztutman e Aldrighi, 2012; Astorino, 2015; Lopes, 2016), participação societária dos bancos de desenvolvimento (Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2011; Bueno, 2016) e expansão internacional (Holburn & Zelner, 2010; Costa, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2013; Du & Luo, 2016; Fernández-Méndez, Garcia-Canal, & Guillen, 2016; Pimentel, 2017). Esta pesquisa aborda a influência das conexões políticas nestas três perspectivas ainda pouco exploradas na literatura.

Muitos países emergentes, como o Brasil, decidiram pela criação de bancos de desenvolvimento com o intuito de fomentar seu desenvolvimento econômico (Yeyati, Micco, & Panizza, 2004; Inoue, 2011). Eles surgiram como resposta às falhas institucionais (Peng, Sun, Pinkham, & Chen, 2009), como a fraca proteção legal e a menor exigência de transparência e de divulgação de informações (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999), que desestimulam a atuação de intermediários financeiros privados (Khanna & Palepu, 2000). Apesar do grande volume de trabalhos nacionais e internacionais que exploram o papel e o

desempenho dos bancos de desenvolvimento, a pesquisa empírica sobre a influência política nestas organizações é escassa (Lazzarini *et al.*, 2011).

Apesar da pluralidade de abordagens e visões teóricas que explicam os processos de internacionalização das organizações, um dos fatores pouco explorados pela literatura é o papel desempenhado pelas motivações políticas (Ring, Lenway, & Govekar, 1990). Se, por um lado, os fatores de mercado e as interdependências entre as empresas e seus ambientes econômicos são explorados de forma abrangente pelas teorias do processo de internacionalização, por outro, elas acabam por ignorar os fatores que não são de mercado, como as relações existentes entre o ambiente empresarial e o político (Ring, Lenway, & Govekar, 1990).

Dentro deste contexto, este trabalho pretende contribuir para os estudos da influência do contexto político sobre o desempenho das organizações. O desempenho das empresas será mensurado por meio das seguintes dimensões: (i) acesso ao crédito dos bancos de desenvolvimento; (ii) participação societária dos bancos de desenvolvimento; e (iii) expansão internacional. Serão consideradas neste estudo as firmas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) entre os anos de 2007 e 2016. A escolha das firmas listadas em bolsa se justifica por compreender empresas que apresentam maior transparência nos dados e oferecem informações devidamente auditadas, conferindo maior credibilidade aos dados (Camilo, 2011). O período de 2007 a 2016 foi escolhido por permitir a obtenção de dados das empresas analisadas em três ciclos eleitorais – 2007 a 2010, 2011 a 2014 e 2015 a 2016. Cada ciclo eleitoral corresponde ao período subsequente à uma eleição; neste trabalho serão consideradas as eleições federais, para presidente da república e deputados federais, e estaduais, para governadores e deputados estaduais, de 2006, 2010 e 2014.

Esta pesquisa se apoia nos pressupostos teóricos da Teoria de Agência, analisando o principal como o elo entre a firma e o ambiente político. Segundo Groenendijk (1997), na conexão política é criada uma relação de agência entre o político e seu cliente – o proprietário. A associação entre o proprietário e o político pode ser caracterizada como um contrato informal, em que a firma contribui para a campanha eleitoral, melhorando a probabilidade de vitória dos políticos, e estes, ao se elegerem, ficam comprometidos a retribuir essa contribuição (Correia, 2014). As relações políticas estabelecidas representam, portanto, um meio potencial de assegurar certos benefícios traduzidos em informação, influência, proteção, acesso a recursos financeiros e rendas provenientes do governo.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

A presente pesquisa tem como objetivo geral levantar evidências empíricas que permitam avaliar se as conexões políticas influenciam o desempenho das empresas no Brasil, o que será medido por meio: (i) do acesso preferencial ao crédito dos bancos de desenvolvimento; (ii) da prioridade na venda de ações ou de debêntures conversíveis em ações para bancos de desenvolvimento; e (iii) do grau da expansão internacional. Serão consideradas organizações dos diversos setores da economia do país que tenham mantido ações negociadas na B3 durante o período de 2007 a 2016.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para atingir o objetivo geral foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- (i) Analisar as contribuições às campanhas eleitorais estaduais e federais de 2006, 2010 e 2014 realizadas pelas empresas que fazem parte do escopo deste trabalho;
- (ii) Coletar e avaliar os financiamentos concedidos pelo banco de desenvolvimento do Brasil (BNDES) às organizações analisadas no período de 2007 a 2016;
- (iii) Explorar as participações societárias do banco de desenvolvimento do Brasil – por meio do BNDESPar, subsidiária de investimentos do BNDES – nas firmas observadas de 2007 a 2016;
- (iv) Pesquisar o grau de internacionalização das empresas tratadas nesta pesquisa durante o período de 2007 a 2016.

1.3 Questão de pesquisa

O presente estudo visa responder à seguinte questão de pesquisa: as conexões políticas, mensuradas por meio de contribuições às campanhas eleitorais, influenciam o desempenho das empresas no Brasil?

1.4 Hipóteses de Pesquisa

De acordo com Sampieri *et al.* (2006), as hipóteses de um trabalho científico são diretrizes que indicam para o leitor o que o pesquisador está tentando provar e quando se trata de trabalhos que possuam enfoque quantitativo e que tenham o objetivo de correlacionar

determinados fenômenos ou variáveis – caso desta dissertação –, sua elaboração torna-se indispensável.

Para Marconi e Lakatos (2010), a hipótese é vista como uma solução provisória para o problema de pesquisa e deve ser redigida na forma de uma afirmação. Quando forem testadas, as hipóteses podem ser rejeitadas, fato que não implica que a pesquisa esteja invalidada (Beuren, 2014).

Sampieri *et al.* (2006) também definem algumas características das hipóteses de pesquisas:

- Devem se referir a uma situação social real, isto é, ao contexto no qual a hipótese a ser testada está inserida e este deve ser bem delimitado;
- As variáveis apresentadas devem ser claras e precisas;
- A relação proposta entre as variáveis deve possuir embasamento lógico e ser fundamentada com base na teoria acadêmica sobre o tema que se quer abordar;
- As variáveis utilizadas devem ser passíveis de mensuração;
- Devem se relacionar com técnicas existentes de comprovação, ou seja, a correlação enunciada deve estar sujeita a testes capazes de verificar sua genuinidade.

Considerando-se as características apresentadas por Sampieri *et al.* (2006) e Marconi e Lakatos (2010), são definidas as hipóteses desta pesquisa.

A primeira hipótese desta pesquisa é a de que as firmas mais conectadas politicamente, ou seja, as maiores provedoras de contribuições às campanhas eleitorais, tendem a receber mais favores políticos, o que é medido pela maior facilidade de acesso aos bancos de desenvolvimento, após o anúncio dos resultados eleitorais. Um dos possíveis benefícios desta relação é o do acesso preferencial ao crédito dos bancos de desenvolvimento. Tal benesse motiva a primeira hipótese deste trabalho:

Hipótese #1 (H₁): *Firmas conectadas politicamente tendem a ter acesso preferencial aos financiamentos concedidos pelos bancos de desenvolvimento, a partir do anúncio do resultado das eleições.*

Outro possível incentivo desta relação é o da maior participação societária dos bancos de desenvolvimento nas firmas. Este benefício motiva a segunda hipótese deste trabalho:

Hipótese #2 (H₂): *Firmas conectadas politicamente tendem a ter acesso preferencial na venda de ações ou debêntures conversíveis em ações para bancos de desenvolvimento, a partir do anúncio do resultado das eleições.*

Estudos acadêmicos apontam indícios de que as motivações políticas tendem a influenciar a expansão internacional das empresas (Holburn & Zelner, 2010; Costa, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2013; Du & Luo, 2016; Fernández-Méndez, Garcia-Canal, & Guillen, 2016; Pimentel, 2017). Com isso, pode-se supor que as grandes provedoras de contribuições às campanhas eleitorais tendem a se expandir internacionalmente mais do que as firmas não conectadas politicamente. Esta linha de argumentação motiva o teste da seguinte hipótese:

Hipótese #3 (H₃): *Firmas conectadas politicamente tendem a se expandir internacionalmente mais do que as que não conectadas, a partir do anúncio do resultado das eleições.*

1.5 Justificativa

De acordo com Sampieri *et al.* (2006), cabe ao pesquisador refletir sobre a importância de se estudar determinada questão de pesquisa, fundamentando, para a sociedade e para a comunidade acadêmica, as motivações de seu estudo. Para estes autores, a justificativa da pesquisa pode abordar alguns aspectos, tais como: (i) implicações práticas; (ii) valor teórico; e (iii) viabilidade.

Em termos das potenciais implicações práticas, este estudo pretende contribuir para a expansão do estudo da influência das conexões políticas sobre o desempenho das empresas no Brasil. Esta linha de pesquisa vem ganhando relevância no Brasil devido à intensificação do relacionamento firma-governo, mensurado por meio do aumento dos recursos financeiros direcionados às campanhas eleitorais (Camilo, 2011). Com a maior capacidade de doação, as organizações geram maior atratividade dos agentes políticos e, quando estas relações se estabelecem, podem emergir interesses mútuos (Camilo, 2011).

A despeito do avanço das discussões sobre as conexões políticas, não há na literatura acadêmica evidências conclusivas que possibilitem confirmar que as relações políticas estabelecidas pelas empresas tragam favorecimentos a estas (Camilo, 2011; Mancuso, 2012). Devido a grande quantidade e diversidade de variáveis analisadas, procedimentos metodológicos adotados, observações amostrais coletadas e resultados obtidos, ainda não se

pode oferecer generalizações quanto ao tema. Para Mancuso (2012), o estudo dos possíveis benefícios obtidos por meio do mecanismo de doações eleitorais está longe de ser esgotado e merece mais investigações. Em termos teóricos, este trabalho pretende integrar três matérias, conexões políticas, bancos de desenvolvimento e internacionalização, possibilitando a combinação das variáveis que a compõem e a ampliação da discussão sobre o tema.

Em relação à viabilidade, este trabalho utiliza dados secundários disponíveis para consulta pública, fato que o torna exequível.

1.6 Possíveis Contribuições

Este trabalho se insere num conjunto de obras que vêm sendo elaboradas com o intuito de aprofundar o conhecimento da influência das conexões políticas sobre o desempenho das empresas no Brasil, mensurado por meio de: (i) acesso preferencial aos financiamentos concedidos pelos bancos de desenvolvimento; (ii) acesso preferencial na venda de ações ou debêntures conversíveis em ações para bancos de desenvolvimento; e (iii) expansão internacional.

Poucos estudos objetivaram medir o impacto do relacionamento firma-governo nestas três dimensões. Dentre eles, notam-se algumas lacunas que podem ser exploradas em termos de abrangência e método. Algumas pesquisas utilizaram um escopo mais reduzido do que o proposto nesta dissertação, excluindo empresas de serviços financeiros (Lazzarini *et al.*, 2011) ou concentrando-se num único setor, como o elétrico (Holburn & Zelner, 2010). Outras obras acadêmicas optaram por restringir o universo de empresas pesquisadas por meio de critérios como o do tamanho, utilizando 100 ou menos grupos econômicos em suas análises (Sztutman & Aldrighi, 2012; Costa, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2013). Alguns trabalhos consideraram um espaço temporal mais curto, dois ciclos eleitorais (Lazzarini *et al.*, 2011), ou apenas um único ciclo eleitoral (Rocha, 2011; Sztutman e Aldrighi, 2012). Outros consideraram três ciclos eleitorais, mas utilizaram métodos estatísticos distintos ao do proposto neste trabalho, como o da diferenças-em-diferenças (Bueno, 2016). Outros mensuraram as conexões políticas por meio do número de executivos que já ocuparam cargos de gestão no BNDES (Astorino, 2015).

Este estudo busca expandir o corpo da literatura que estuda os efeitos das conexões políticas nas empresas, apoiando-se em algumas lacunas encontradas em estudos empíricos anteriores. É o primeiro a considerar o horizonte temporal de 2007 a 2016, abrangendo três ciclos eleitorais e acrescentando um amplo e diversificado universo de empresas (274 firmas de 9 distintos setores). Ademais, restringindo-se ao acesso preferencial na venda de ações ou

debêntures conversíveis em ações para bancos de desenvolvimento, depois de Lazzarini *et al.* (2011), este é o segundo estudo que explora de forma direta os potenciais benefícios na estrutura de capital das firmas decorrentes da relação firma-governo no Brasil. No tocante à expansão internacional, este é o primeiro trabalho acadêmico no Brasil que aborda sua relação com as conexões políticas, mensuradas por meio do índice de transnacionalização da UNCTAD, estimulando e amparando novos estudos sobre esta temática.

Ao buscar preencher algumas das lacunas de estudos anteriores, este trabalho pode contribuir, por exemplo, para a discussão sobre alternativas para o modelo de financiamento de campanhas eleitorais por empresas, para a elaboração de políticas regulatórias para os financiamentos do BNDES, além de ferramentas para a supervisão da expansão internacional das firmas no Brasil. Com relação à nova proposta de financiamento eleitoral, vigente desde as eleições municipais de 2016 e que proíbe contribuições de pessoas jurídicas às campanhas eleitorais, esta pesquisa pode ser utilizada, por exemplo, como base para novos estudos sobre os efeitos desta mudança no volume de recursos provenientes de pessoas físicas ou de recursos públicos.

No que se refere à contribuição deste trabalho para a sociedade, pode-se dividi-la em três principais dimensões: (i) para a pesquisa na área de finanças, na qual podem ser desenvolvidos novos trabalhos a partir do arcabouço teórico e dos resultados obtidos nesta obra; (ii) para as empresas, que podem conceber uma perspectiva mais ampla do ambiente de negócios na qual atuam; e (iii) para os formadores de políticas públicas, que podem encontrar elementos que possibilitem a melhoria da relação firma-governo, promovendo, entre outros, uma provável melhoria na alocação de recursos públicos, com implicações para toda sociedade.

2 Referencial Teórico

2.1 Conexões Políticas

As conexões políticas podem ser definidas como as atividades que têm o objetivo de influenciar o processo de tomada de decisão do governo ou suas partes, em favor de interesses privados, por meios financeiros ou com o uso de influência (Lawton, McGuire, & Rajwani, 2013). As razões que levam as empresas a buscar relações governamentais variam conforme o objetivo da estratégia política definida por cada empresa (Faccio, 2006). De forma geral, tais objetivos são caracterizados pela busca de favores do governo ou da defesa contra ameaças à continuidade da organização (Baysinger, 1984; Pfeffer & Salancik, 2003).

As diversas formas de capitalismo influenciam os incentivos das empresas para manter relações políticas (Hall & Soskice, 2001; McMenamin, 2013). Nas economias de mercado coordenadas (CME), as associações empresariais usualmente têm grande poder de influência, suportando as empresas no processo político, e os governos de coalizão em geral incluem pelo menos um partido que exercerá o poder de veto sobre as políticas antiempresariais. Como resultado, o financiamento corporativo dos partidos políticos nestes países é restrito, como na Alemanha, Noruega e Dinamarca (McMenamin, 2013; Schneider, 2013). Nas economias de mercado liberais (LME), as empresas individuais têm maior demanda por influência política, pois as associações empresariais não têm grande poder de influência, a concorrência é mais intensa e as instituições políticas majoritárias permitem amplas mudanças políticas. Por isso, em países como Austrália, Canadá, Estados Unidos e Reino Unido, as empresas tendem a realizar mais contribuições aos partidos e aos políticos, de forma pragmática, levando em consideração suas preferências políticas (McMenamin, 2013; Schneider, 2013).

A natureza da economia e da política na América Latina também indica que as firmas têm o desejo de participar do processo político (Boas, Hidalgo, & Richardson, 2014). As economias latino-americanas são predominantemente dominadas por grandes corporações multinacionais e conglomerados domésticos controlados por grandes grupos familiares (Schneider, 2004, 2013). Também predominam relações interfirmas menos competitivas e mais oligopolistas do que as das economias de mercado liberais (Schneider, 2004, 2013). Neste contexto, as empresas líderes têm como incentivo para a busca da influência política a manutenção de seu domínio; as empresas menores, por outro lado, podem depender das conexões políticas para conseguir competir com as grandes corporações (Schneider, 2004, 2013).

Schneider (2013) também corrobora a visão da proximidade firma-governo na América Latina, atribuindo tal fato ao predomínio do sistema presidencialista com representação legislativa proporcional. O presidencialismo permite uma maior volatilidade nas políticas de interesse para as empresas, dando-lhes um incentivo para cultivar laços diretos com a classe política (Schneider, 2013). Além disso, a representação legislativa proporcional incentiva as coalizões legislativas que exercem controle sobre o poder executivo e favorecem a aproximação de empresas que desejam a influência política (Schneider, 2013).

2.1.1 Conexões Políticas à luz da Teoria de Agência

Conflitos de interesses entre proprietários e administradores têm sido retratados na literatura acadêmica desde 1776, a partir da publicação da obra *A Riqueza das Nações*, de Adam Smith (Jensen & Meckling, 1976). Para Ross (1973), a relação de agência é uma das mais antigas e comuns no contexto da interação social.

Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato em que uma ou mais pessoas - o principal - contrata outra pessoa - o agente - para executar algum serviço e que envolva delegar, ao agente, alguma autoridade para tomada de decisão. Para estes autores, a Teoria de Agência defende que é quase impossível assegurar que o agente tome a melhor decisão do ponto de vista do principal. O principal pode estabelecer limites para as divergências com o agente por meio da utilização de incentivos adequados e custos de monitoramento, visando limitar as atividades irregulares do agente. Essa relação conflituosa entre os proprietários e os administradores das empresas é conhecida como problema de agência (Jensen & Meckling, 1976; Fama, 1980; Williamson, 1985).

Nesta relação, o principal incorre em custos, denominados custos de agência, para alinhar os interesses dos agentes aos seus (Jensen & Meckling, 1976). Segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são a soma dos:

- Custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- Gastos de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
- Gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar que seus atos não serão prejudiciais;
- Perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por divergências entre as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

A Teoria de Agência trata dos conflitos de interesse entre o principal e o agente, considerando os riscos e incertezas externos, provocados pela regulamentação ou pela ação das

políticas governamentais, como conflitos que ocasionam problemas de agência e assimetria de informação. Tais conflitos demandam estratégias corporativas específicas para sua solução (Ecco, 2010). As conexões políticas trazem a possibilidade de o principal ter acesso a informações sensíveis sobre políticas e oportunidades de mercado, além de estabelecer conexões com órgãos do governo, diminuindo a dependência e os efeitos externos (Faccio, 2006).

Para Groenendijk (1997, p. 222), nos países democráticos, a relação entre os eleitores e os políticos também pode ser considerada com uma relação principal-agente – os eleitores são o principal e os políticos são o agente. Os eleitores desejam que os políticos defendam seus interesses e, em troca, fornecem seus votos. Por outro lado, os políticos têm seus próprios interesses, que podem divergir dos interesses dos seus eleitores. No centro dos conflitos de agência emergem os custos de monitoramento e da fraca conexão entre as ações e os resultados do agente.

Quando ocorre conexão política, é criada uma nova relação de agência, entre o político e seu cliente – o proprietário de uma firma (Groenendijk, 1997). A relação entre o proprietário e o político pode ser representada por meio de um contrato informal, em que a empresa contribui para a campanha eleitoral, e com isso melhora a chance de vitória dos políticos nos processos eleitorais, e esses, se vencerem as eleições, ficam comprometidos a, de alguma forma, compensar essa contribuição (Correia, 2014).

As conexões políticas podem trazer custos de agência e benefícios adicionais, tanto para os entes públicos quanto para os privados (Groenendijk, 1997). Detalha-se, a seguir, os principais custos e benefícios complementares desta relação nos Quadros 1, 2 e 3.

Quadro 1 - Custos e benefícios adicionais para o proprietário

Potenciais Custos Adicionais	Potenciais Benefícios Adicionais
Em relação ao político: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Custos de procura ▪ Custos de negociação ▪ Custos financeiros ▪ Custos de cobertura ▪ Penalidade x probabilidade de ser descoberto ▪ Custos morais ▪ Custos de monitoramento ▪ Custos de prevenção (custos de incentivos e persuasão) ▪ Custos de falhas 	Em relação ao político: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Produto ou serviço fornecido pelo agente

Fonte: Adaptado de *A principal-agent model of corruption* de Nico Groenendijk (1997).

Quadro 2 - Custos e benefícios adicionais para o político

Potenciais Custos Adicionais	Potenciais Benefícios Adicionais
Em relação ao proprietário: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Custos de ocultação ▪ Custos de falhas ▪ Custos de procura ▪ Custos de negociação ▪ Custos de cobertura ▪ Penalidade x probabilidade de ser descoberto ▪ Custos morais Em relação ao eleitor: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Custos de ocultação ▪ Custos de falhas 	Em relação ao proprietário: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Benefícios

Fonte: Adaptado de *A principal-agent model of corruption* de Nico Groenendijk (1997).

Quadro 3 - Custos e benefícios adicionais para o eleitor

Potenciais Custos Adicionais	Potenciais Benefícios Adicionais
Em relação ao político: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Custos de monitoramento ▪ Custos de prevenção (custos de incentivos e persuasão) ▪ Custos de falhas 	Em relação ao político: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Possíveis penalidades

Fonte: Adaptado de *A principal-agent model of corruption* de Nico Groenendijk (1997).

2.1.2 Formas para Estabelecimento de Conexões Políticas

Pesquisas indicam duas principais formas para o estabelecimento de conexões políticas. A presença de um membro com histórico de envolvimento na política é uma das maneiras de uma firma se conectar politicamente (Faccio, 2006; Goldman, Rocholl, & So, 2009). Uma outra importante forma ocorre por meio de contribuições às campanhas políticas (Snyder, 1990; Grossman & Helpman, 1996; Coate, 2004; Claessens, Feijen & Laeven, 2007).

Alguns estudos acadêmicos analisaram as possíveis consequências da presença de conselheiros com histórico de relacionamento com o governo. Foram realizados estudos empíricos em diversos países como Itália, Estados Unidos, Polônia, Inglaterra e China, mas os resultados encontrados não foram conclusivos (Menozzi, Urtiaga, & Vannoni, 2012; Goldman, Rocholl, & So, 2013; Chizema, Liu, Lu, & Gao, 2013; Hasan, Jackowicz, Kowalewski, & Kozlowski, 2014; Grossman & Imai, 2014). Para Faccio (2006, p. 369), uma firma é considerada politicamente conectada se “pelo menos um de seus grandes acionistas (qualquer pessoa que controle pelo menos 10% das ações com direito a voto) ou um dos seus principais diretores (CEO, presidente, vice-presidente, presidente ou secretário) é um membro do parlamento, um ministro, ou está intimamente relacionado com um político ou partido

relevante”. As conexões incluem casos em que o próprio político é um diretor ou um grande acionista, bem como casos em que o parente próximo de um político mantém essa posição (Faccio, 2010, p. 907).

Outra forma de conexão política ocorre por meio das contribuições que as empresas fazem às campanhas políticas (Claessens, Feijen e Laeven, 2007; Astorino, 2015). O relacionamento político de empresas com o governo por meio de doações às campanhas de candidatos ou a partidos políticos é um componente importante para explicar diferenças no desempenho das organizações (Yoffie, 1988; Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012).

2.1.3 Conexões Políticas no Brasil

Lazzarini (2011), por meio de uma importante análise histórica do Brasil, verificou que o relacionamento de proximidade entre o governo brasileiro e algumas empresas no país está presente desde antes dos movimentos de independência ocorridos no século XIX. Este autor atribui ao Brasil o chamado capitalismo de laços, um sistema no qual empresas se aproximam do governo, oferecendo benefícios, a fim de obter alguma vantagem competitiva. O capitalismo de laços traz distorções no mercado ao permitir que os projetos e as decisões de investimentos sejam influenciados por contatos sociais ou critérios políticos, favorecendo interesses privados (Lazzarini, 2011).

Alguns pontos históricos ajudam a entender as conexões políticas no Brasil, segundo Lazzarini (2011), tais como: (i) a interferência governamental ao longo de décadas, estimulando e, em muitos casos, financiando e executando projetos de desenvolvimento; (ii) o movimento de desestatização e privatização ocorrido na década de 1990; e (iii) a presença marcante do Estado brasileiro, agora de maneira indireta, como acionista/proprietário. Macedo, Silva e Machado (2015) também corroboram a afirmação de que a economia brasileira tem grande relação com a força do Estado, que, por meio de sua capacidade de investimento, tem o poder de alavancar certos setores da economia do país; tal cenário estimulou o surgimento das conexões políticas, canal de interligação de empresas ou grupos econômicos aos governos.

No Brasil, além da proximidade histórica entre as firmas e o governo, há uma alta concentração do controle acionário das companhias abertas e, em geral, poucos acionistas possuem o controle das ações com direito a voto (Carvalho-da-Silva & Leal, 2005). Segundo pesquisas realizadas por La Porta *et al.* (1998), a alta concentração da propriedade decorre principalmente da falta de proteção legal. Por isso, os países com pior proteção legal – que adotam o direito civil francês, como o Brasil – apresentam maior concentração da propriedade, que é medida pelo percentual de ações detidas pelos maiores acionistas. Por outro lado, os

países com melhor proteção legal – que adotam o direito comum, *civil law* – tendem a apresentar uma estrutura de propriedade mais pulverizada. Desta forma, uma maior proteção do direito dos credores encorajaria o desenvolvimento do mercado de crédito e uma maior proteção do direito dos acionistas encorajaria o desenvolvimento do mercado de ações.

Neste cenário, os acionistas controladores – proprietários – muitas vezes assumem o papel de administradores ou agem em conluio com estes (Lopes & Walker, 2008, p. 22). A existência de um controlador ou grupo controlador bem definido, portanto, possibilita a centralização do controle e da gestão das organizações, favorecendo o relacionamento político.

2.1.4 Financiamento de Campanhas Eleitorais no Brasil

O financiamento de campanhas eleitorais pode ser definido como a soma dos recursos materiais empregados pelos candidatos ou partidos em eleições populares com o intuito de organizar a campanha e angariar voto (Speck, 2006).

No Brasil, até 1993, as doações às campanhas eleitorais eram proibidas, tanto por pessoas físicas quanto jurídicas. Em 1993, o Congresso Nacional aprovou a Lei nº 8.713, que estabeleceu as normas para as eleições de 1994 e permitiu contribuições diretamente aos candidatos (Claessens, Feijen, & Laeven, 2007).

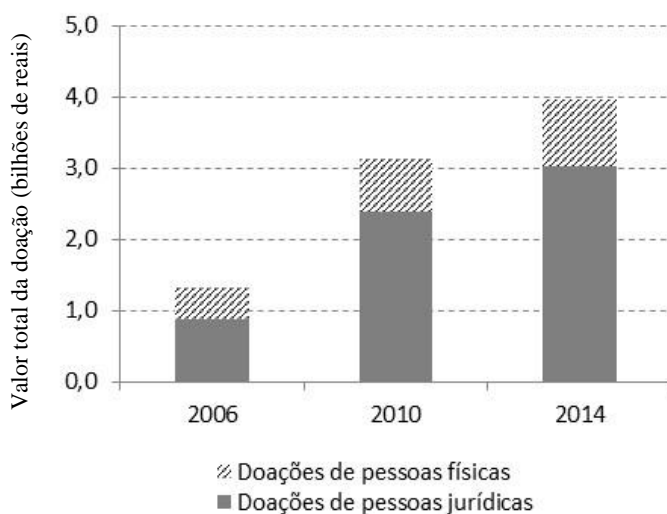
Posteriormente, a Lei nº 9.504, de 30 de setembro de 1997, que estabeleceu normas gerais para as eleições, preservou a possibilidade de pessoas físicas e jurídicas efetuarem doações diretamente a candidatos ou comitês financeiros, restringindo a soma dos valores doados a 10% dos rendimentos brutos auferidos no ano anterior à eleição para pessoas físicas e a 2% do faturamento bruto obtido pelas organizações no ano anterior à eleição. De acordo com o artigo 24 desta lei, é vedada a doação para campanhas eleitorais provenientes de (i) entidade ou governo estrangeiro; (ii) órgão da administração pública direta e indireta ou fundação mantida com recursos provenientes do poder público; (iii) concessionário ou permissionário de serviço público; (iv) entidade de direito privado que receba, na condição de beneficiária, contribuição compulsória em virtude de disposição legal; (v) entidade de utilidade pública; (vi) entidade de classe ou sindical; (vii) pessoa jurídica sem fins lucrativos que receba recursos do exterior; (viii) entidades beneficentes e religiosas; (ix) entidades esportivas; (x) organizações não-governamentais que recebam recursos públicos; e (xi) organizações da sociedade civil de interesse público.

Os candidatos e os comitês eleitorais devem prestar contas de todas as contribuições e fontes da campanha para o Tribunal Superior Eleitoral (TSE). Esta instituição consolida os dados a respeito das despesas e receitas de campanhas eleitorais e disponibiliza seus dados de

forma pública. No portal do TSE estão disponíveis as prestações de contas das campanhas de 2002 a 2014, o que permite uma relativa transparência do financiamento eleitoral. Segundo Lopes (2016), a relatividade da transparência decorre da possibilidade da prática de “caixa dois” para a contabilização das doações eleitorais, ou seja, receitas e despesas não declaradas na prestação de contas oficial. Para aumentar o controle sobre as campanhas, o TSE editou, em 2014, a Resolução 23.432, que obrigou os bancos a enviarem periodicamente extratos de contas dos partidos políticos ao tribunal. A resolução prevê ainda que os extratos eletrônicos, enviados mensalmente ao TSE, devem registrar toda a movimentação financeira dos partidos, identificando o autor do depósito (Lopes, 2016).

Desde o início da vigência das leis que autorizaram as contribuições às campanhas políticas, o montante ofertado, tanto por pessoas físicas quanto por jurídicas, têm crescido (Astorino, 2005). O Gráfico 1 ilustra a evolução do total de doações realizadas nas eleições estaduais e federais de 2006, 2010 e 2014.

Gráfico 1 - Financiamento de campanhas estaduais e federais de 2006, 2010 e 2014



Fonte: Tribunal Superior Eleitoral (TSE).

Nota: As doações realizadas por partidos políticos ou comitês eleitorais não foram consideradas para que se evite o efeito multiplicador das doações, sendo detalhadas na seção de procedimentos metodológicos deste trabalho.

Embora o financiamento das campanhas eleitorais seja um mecanismo eleitoral legítimo, também é objeto de controvérsia, pois pode ser motivado pela expectativa dos doadores de influenciar as decisões dos candidatos quando eleitos, podendo favorecer os candidatos com relações mais próximas ao meio empresarial, assim como grupos de interesses específicos, como os de grande poder econômico ou capacidade de organização. Com efeito,

os financiadores de campanha ficam na posição de credores dos candidatos eleitos, possibilitando a tomada de decisões políticas enviesadas (Sztutman & Aldrichi, 2013).

Desta forma, as contribuições às campanhas eleitorais compõem um importante meio para influenciar os políticos (Claessens, Feijen, & Laeven, 2007). Para Samuels (2001) e Mancuso (2012), o financiamento de campanhas pode impactar significativamente o resultado das eleições, pois a quantidade de votos recebida por um candidato possui correlação com o total arrecadado em sua campanha. Este argumento reforça a efetividade da utilização das doações eleitorais como balizador do grau de conexão das empresas. Além disso, segundo Claessens, Feijen e Laeven (2007), utilizar as contribuições políticas como referência traz outras três vantagens: (i) estas são mais objetivas quando comparadas com outras formas tipicamente utilizadas na literatura acadêmica para identificar se existe conexão entre políticos e as firmas, como a presença de ex-políticos no conselho de administração das organizações; (ii) estas permitem a medição da intensidade das conexões ao invés de apenas indicar sua presença; e (iii) estas permitem investigar como as contribuições são distribuídas entre diferentes tipos de candidatos.

Se, por um lado, os candidatos solicitam doações visando à maximização dos seus votos, por outro, a razão pela qual as empresas realizam estes desembolsos não é explícita. Neste contexto, este trabalho questiona se as contribuições realizadas pelas empresas nas eleições estaduais e federais de 2006, 2010 e 2014 tiveram impacto no desempenho das firmas doadoras.

Além disso, embora não faça parte do escopo desta dissertação, deve-se destacar que, em 17 de setembro de 2015, o Superior Tribunal Federal (STF) declarou a inconstitucionalidade dos dispositivos legais que autorizavam as contribuições de pessoas jurídicas às campanhas eleitorais. Tal decisão aplicou-se às eleições municipais de 2016 e às subsequentes. Com relação às pessoas físicas, as contribuições permaneceram reguladas pela lei em vigor (STF, 2018).

Como alternativa para o financiamento das campanhas eleitorais, em 27 de setembro de 2017, a Câmara dos Deputados apresentou o Projeto de Lei nº 8.703, que se propôs a instituir o Fundo Especial de Financiamento de Campanhas (FEFC). Este projeto foi transformado na Lei Ordinária nº 13.487.

De acordo com a Lei Ordinária nº 13.487, o FEFC é constituído por dotações orçamentárias da União em ano eleitoral, em valor ao menos equivalente: (i) ao definido pelo Tribunal Superior Eleitoral, a cada eleição, com base nos parâmetros definidos em lei; e (ii) a 30% dos recursos da reserva específica de que trata o inciso II do § 3º do art. 12 da Lei

nº 13.473, de 8 de agosto de 2017, que trata do orçamento de 2018 para programações decorrentes de emendas de bancada estadual de execução obrigatória e de despesas necessárias ao custeio de campanhas eleitorais.

Por meio da Lei nº 13.587, de 02 de janeiro de 2018, o presidente Michel Temer sancionou a Lei Orçamentária Anual (LOA) para 2018, que prevê as receitas e despesas da União para o exercício financeiro deste ano. Neste orçamento está prevista a destinação de R\$ 1,716 bilhão para o FEFC, que vai custear as campanhas partidárias nas eleições estaduais e federais de 2018.

Além dos recursos do FEFC, as campanhas poderão contar com doações de pessoas físicas, limitadas a 10% do rendimento bruto do ano anterior ao das eleições. De acordo com o TSE, ficam estipulados os seguintes limites de gastos em campanhas, por candidatura, conforme os cargos em disputa: (i) Presidente da República – R\$ 70 milhões em primeiro turno e R\$ 35 milhões em segundo turno; (ii) Governador – o limite de gastos vai variar de R\$ 2,8 milhões a R\$ 21 milhões e será fixado de acordo com o número de eleitores de cada estado, apurado no dia 31 de maio do ano da eleição; (iii) Senador – o limite vai variar de R\$ 2,5 milhões a R\$ 5,6 milhões e será fixado conforme o eleitorado de cada estado, também apurado em 31 de maio do ano da eleição; (iv) Deputado Federal – R\$ 2,5 milhões; e (iv) Deputado Estadual ou Deputado Distrital – R\$ 1 milhão.

2.2 Conexões Políticas e o Desempenho de Empresas

Por meio das conexões políticas, as firmas buscam encontrar imperfeições no mercado, tornando-se mais competitivas. Os efeitos desta relação podem favorecer um alcance de desempenho superior ao das estratégias mercantis tradicionais (Barney, 1986). Para Fejgelman (2016), não existe um consenso entre os autores sobre os resultados das conexões políticas para as empresas. Alguns estudos mostram as conexões políticas como tendo grande potencial de influenciar as atividades do governo, com efeitos positivos sobre as empresas, seja pelo acesso a informações, influência ou redução de custos de transação e incertezas (Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999), com influência no ambiente político externo em favor das empresas (Baysinger, Keim, & Zeithaml, 1985). Também existem estudos que apresentam resultados contraditórios sobre os reais benefícios de tais conexões.

Nesta seção são apresentados os resultados mais relevantes acerca dos impactos das conexões políticas no desempenho das empresas, separados em dimensões ainda pouco

estudadas na literatura, tais como o acesso aos bancos de desenvolvimento, por meio de financiamentos ou de participações societárias, e a expansão internacional.

2.2.1 Acesso aos Bancos de Desenvolvimento

Ao contrário dos países mais desenvolvidos, as economias emergentes enfrentam diversas falhas institucionais (Peng, Sun, Pinkham, & Chen, 2009) e seus mercados financeiros, de forma geral, caracterizam-se pela fraca proteção legal e menor exigência de divulgação de informações (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999). Este cenário desestimula a atuação de intermediários financeiros (Khanna & Palepu, 2000), gerando condições desfavoráveis para o crescimento econômico. Por isso, muitos países emergentes, como o Brasil, optaram pela criação de bancos de desenvolvimento com o intuito de promover o investimento e fomentar o crescimento econômico (Yeyati, Micco, & Panizza, 2004; Inoue, 2011).

Para Inoue (2011), é esperado que o apoio de um banco de desenvolvimento impacte o desempenho das firmas por meio de dois mecanismos: (i) capital oferecido às firmas, que pode aliviar as restrições de crédito e permitir que estas realizem investimentos produtivos, melhorando seu desempenho; e (ii) participação societária nas empresas, que pode facilitar o acesso destas ao governo, possibilitando o favorecimento de recursos e competências diferenciadas, como o acesso a informações que ajudem a antecipar mudanças no ambiente institucional, a possibilidade de influenciar e adaptar políticas e diretrizes regulatórias em benefício próprio e o acesso a recursos escassos no mercado, como a promoção e divulgação de produtos no exterior (Oliver & Holzinger, 2008). Estes dois mecanismos serão detalhados nas próximas seções.

2.2.1.1 Acesso ao Crédito dos Bancos de Desenvolvimento

Além da fraca proteção legal, o mercado financeiro dos países emergentes, como o Brasil, é frequentemente caracterizado pelos altos custos de transação (Yeyati, Micco, & Panizza, 2004). Como consequência, as organizações deixam de investir devido à falta de recursos financeiros ou ao elevado prêmio de risco cobrado pelos credores (Inoue, 2011). Nestes países, os bancos de desenvolvimento surgem como uma alternativa para aliviar as restrições de crédito e garantir a execução de projetos de longo prazo (Rodrik, 2004). Os bancos de desenvolvimento oferecem, usualmente, créditos subsidiados com o intuito de fomentar novos setores econômicos ou incentivar a melhoria da produtividade de certos segmentos industriais (Inoue, 2011).

Nas próximas seções serão detalhados os principais aspectos operacionais do banco de desenvolvimento do Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), assim como algumas das principais pesquisas empíricas que abordam sua relação com as conexões políticas.

2.2.1.1.1 BNDES

O BNDES foi fundado em 1952 e ocupa a posição de principal instrumento do governo federal brasileiro para investimento e financiamento de longo prazo, em grande parte dos segmentos da economia brasileira (BNDES, 2017). O apoio do BNDES às empresas pode ser realizado por meio de financiamentos a projetos de investimentos, aquisição de equipamentos e exportação de bens e serviços. O banco também atua no fortalecimento da estrutura de capital das empresas e no provimento de financiamentos não reembolsáveis aos projetos que contribuam para o desenvolvimento social, cultural e tecnológico do país (Lopes, 2016).

Os financiamentos do BNDES podem ser concedidos de duas formas: por meio de operações diretas ou indiretas. As operações diretas são realizadas pessoalmente com o BNDES ou por um mandatário. As operações indiretas são realizadas por meio de uma instituição financeira credenciada (BNDES, 2017).

O BNDES conta com duas subsidiárias integrais, a Finame e o BNDESPar. Juntas, as três empresas compreendem o chamado Sistema BNDES (BNDES, 2017).

O Finame foi criado em 1966 para gerir o então existente fundo de financiamento para aquisição de máquinas e equipamentos novos. Os recursos do Finame são destinados ao financiamento de operações de compra, venda e exportação de máquinas e equipamentos de produção nacional, assim como a importação de máquinas e equipamentos estrangeiros (BNDES, 2017).

O BNDESPar é uma sociedade por ações de propriedade do BNDES. Seus principais objetivos são: (i) realizar operações visando à capitalização de empreendimentos controlados por grupos privados; (ii) apoiar empresas que reúnam condições de eficiência econômica, tecnológica e de gestão e, ainda, que apresentem perspectivas adequadas de retorno para o investimento; (iii) apoiar o desenvolvimento de novos empreendimentos, em cujas atividades se incorporem novas tecnologias; (iv) contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, por meio da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital de empresas; e (v) administrar a carteira de valores mobiliários, próprios e de terceiros (BNDES, 2017). O BNDESPar e suas principais características e desafios serão detalhados na próxima seção deste trabalho.

O total dos desembolsos de recursos do BNDES atingiu o volume de R\$ 88,3 bilhões em 2016 (BNDES, 2017) e suas principais fontes de receitas são os fundos FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador) e PIS-PASEP (Programa de Integração Social), além do Tesouro Nacional, que, juntos, representaram 82,5% dos recursos totais captados em 2016. Recursos de outros fundos governamentais como o FMM (Fundo da Marinha Mercante) e FI-FGTS (Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço), captações no exterior, via organismos multilaterais ou emissão de títulos (*bonds*), e emissão pública de debêntures do BNDESPar e LCA (Letras de Crédito do Agronegócio) complementam a estrutura de capital dos recursos do BNDES (BNDES, 2017).

O BNDES capta recursos pelo custo da taxa SELIC e empresta utilizando a Taxa de Juros de Longo Prazo – a TJLP (Sarai, 2017, p. 133). Segundo o Banco Central do Brasil (BCB, 2017), a taxa SELIC pode ser definida como “a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) para títulos federais. Para fins de cálculo da taxa, são considerados os financiamentos diários relativos às operações registradas e liquidadas no próprio SELIC e em sistemas operados por câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação (art. 1º da Circular nº 2.900, de 24 de junho de 1999, com a alteração introduzida pelo art. 1º da Circular nº 3.119, de 18 de abril de 2002)”. A TJLP foi instituída pela Medida Provisória nº 684, de 31 de outubro de 1994, sendo definida como o custo básico dos financiamentos concedidos pelo BNDES (BNDES, 2017). Posteriores alterações ocorreram por meio da Medida Provisória nº 1.790, de 29 de dezembro de 1998, e da Medida Provisória nº 1.921, de 30 de setembro de 1999, convertida na Lei nº 10.183, de 12 de fevereiro de 2001. A TJLP tem período de vigência de um trimestre-calendário e é calculada a partir dos seguintes parâmetros: (i) meta de inflação calculada *pro rata* para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional; e (ii) um prêmio de risco.

Conforme se observa no Quadro 4, considerando o período de 2008 a 2017, a taxa praticada pelo BNDES tem se mostrado mais vantajosa do que a taxa base utilizada por outras instituições financeiras.

Quadro 4 - Taxas TJLP e SELIC de 2008 a 2017

Ano	Mês	TJLP (% a.a.)	SELIC (% a.a.)	Diferença entre SELIC e TJLP (% a.a.)
2008	Dezembro	6,25	13,66	7,41
2009	Dezembro	6,00	8,65	2,65
2010	Dezembro	6,00	10,66	4,66
2011	Dezembro	6,00	10,90	4,90
2012	Dezembro	5,50	7,14	1,64
2013	Dezembro	5,00	9,90	4,90
2014	Dezembro	5,00	11,15	6,15
2015	Dezembro	7,00	14,15	7,15
2016	Dezembro	7,50	13,65	6,15
2017	Dezembro	7,00	7,40	0,40

Fontes: TJLP: BNDES (2017); SELIC: BCB (2017).

Nota: Segundo o BNDES (2017), a partir de 01 de janeiro de 2018, a TJLP será substituída pela Taxa de Longo Prazo (TLP). Esta nova taxa foi anunciada em 31 de março de 2017 pelo BCB (2017) e pelo Ministério da Fazenda e instituída pela Lei nº 13.483/2017. A TLP será definida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), mais a taxa de juro real da NTN-B de cinco anos. A convergência da TLP para a taxa de juro real da NTN-B será gradativa, acontecendo em cinco anos.

Considerando esta diferença entre as taxas, pode-se concluir que receber empréstimos pelo BNDES representa uma vantagem competitiva para as organizações, uma vez que taxas mais baixas implicam uma diminuição das despesas financeiras das empresas (Astorino, 2015, p. 35). A possibilidade de beneficiar empresas tem trazido duras críticas quanto aos mecanismos de concessão de crédito do BNDES (Inoue, 2011). A primeira delas é a de que o BNDES direciona recursos para setores e organizações específicas, à custa de outros setores e da sociedade como um todo (Almeida, 2009). A segunda é a de que a presença do BNDES pressiona e desestimula a atuação de bancos privados na oferta de crédito de longo prazo, desestimulando o desenvolvimento do mercado financeiro no país (Yeyati *et al.*, 2004). A terceira crítica refere-se à falta de transparência quanto à escolha das empresas que recebem os financiamentos (Inoue, 2011). Esta pesquisa concentra-se na terceira crítica ao buscar indícios da influência das conexões políticas no acesso preferencial ao crédito do BNDES.

2.2.1.1.2 Acesso ao Crédito dos Bancos de Desenvolvimento e as Conexões Políticas

Dentre as primeiras pesquisas que abordaram a relação entre conexões políticas e acesso ao financiamento de bancos governamentais estão as de Dinç (2005) e de Claessens, Feijen e Laeven (2007). Dinç (2005) realizou a primeira pesquisa multi-país que abordou a existência de incentivos políticos em bancos públicos nos mercados emergentes. Este pesquisador avaliou

a influência política nos bancos governamentais de 43 países durante os anos 1990, encontrando indícios de que eles aumentam o volume de operações de crédito em anos eleitorais, quando comparados com os bancos privados. Os resultados de seu estudo trazem indícios de que as motivações políticas podem influenciar as ações tomadas pelos bancos governamentais (Dinç, 2005). Claessens, Feijen e Laeven (2007) verificaram que contribuições para candidatos vencedores geraram maior acesso ao financiamento bancário, quando comparados com candidatos perdedores, sugerindo que pode haver uma relação direta entre contribuições às campanhas eleitorais e favorecimento político. Estes estudos, embora exponham o acesso ao crédito em bancos públicos, não abordam de forma direta a atuação dos bancos de desenvolvimento no contexto político.

Esta matéria é recente e ainda pouco discutida na literatura acadêmica, tanto nacional quanto internacional. No Brasil, onde está concentrada grande parte dos principais trabalhos que abordam a relação entre o financiamento de campanhas eleitorais e o acesso ao crédito dos bancos de desenvolvimento, as pesquisas tiveram início com Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello e Marcon (2011). O estudo de tal tema é recente no Brasil devido, ao menos em parte, ao fato de que foi somente após a aprovação da lei de acesso à informação, Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011, que o BNDES se viu obrigado a divulgar publicamente dados sobre suas operações. Pesquisas sobre esta relação também foram realizadas por Rocha (2011), Sztutman e Aldrighi (2013), Astorino (2015) e Lopes (2016).

Lazzarini *et al.* (2011), precursores do estudo da influência do financiamento eleitoral nos desembolsos do BNDES, analisaram as contribuições às campanhas estaduais e federais nas eleições de 2002 e 2006 e sua relação com os financiamentos do BNDES para as organizações doadoras. Os autores encontraram indícios de que as empresas que mais financiaram as campanhas de candidatos vencedores foram as que mais receberam aportes do BNDES; em contrapartida, empresas que financiaram campanhas de candidatos derrotados tiveram menor acesso ao crédito do banco.

Rocha (2011) analisou a relação entre o financiamento da campanha eleitoral para presidente da república do Brasil, em 2010, e o financiamento do BNDES, entre 2008 e 2010. Os resultados obtidos evidenciaram uma correlação próxima de forte entre financiamento de campanha e acesso ao BNDES, mas não foi encontrada evidência de causalidade entre as variáveis. Estes achados apontam indícios de que as empresas mais beneficiadas pelos aportes do BNDES são também grandes doadoras eleitorais; no entanto, a ausência de nexo causal entre

as variáveis analisadas sugere que cada caso seja analisado de modo particular e não a partir de uma proposição geral.

Sztutman e Aldrighi (2013) pesquisaram a relação entre os financiamentos para a campanha eleitoral de 2006 e os empréstimos do BNDES de 2003 a 2010. Os autores constataram um aumento no volume financeiro de empréstimos para as empresas, medido pela diferença entre o volume de empréstimos durante o período de 2007 a 2010, com o ano de 2003, encontrando evidências de que doações a candidatos influenciam positivamente o acesso ao crédito do BNDES, ainda que essa influência não seja necessariamente direta.

Para Astorino (2015, p. 36), no contexto das conexões políticas, trabalha-se com a hipótese de que “os bancos de desenvolvimento sejam utilizados como um canal de maximização dos interesses políticos do governo e que a alocação de capital por estas instituições não seja de fato realizada com fins de promover o desenvolvimento da economia”. Dentro deste contexto, segundo a autora, “as empresas que mantêm conexões políticas poderiam ter vantagem na obtenção de empréstimos junto ao banco de desenvolvimento”. Em sua pesquisa, Astorino (2015) analisou a influência das conexões políticas estabelecidas por algumas empresas de capital aberto no Brasil no desempenho e acesso ao crédito do BNDES. Os resultados obtidos não revelaram significância estatística entre as variáveis de estudo e os indicadores de desempenho e de acesso ao crédito do BNDES.

Lopes (2016) estudou a relação existente entre o financiamento de campanhas eleitorais e as operações de crédito do BNDES. Os resultados demonstraram que as doações às campanhas eleitorais para os partidos coligados ao do presidente da república influenciam positivamente o montante de empréstimos do BNDES; por outro lado, as doações realizadas a partidos não coligados ao do presidente da república tiveram um efeito contrário.

No Quadro 5 é apresentado um resumo dos estudos que abordam a influência das conexões políticas no acesso ao crédito dos bancos de desenvolvimento.

Quadro 5 - Pesquisas sobre o acesso ao crédito dos bancos de desenvolvimento e as conexões políticas

Variável dependente	Variável independente (conexão política)	Autor (es)	Local Pesquisado	Principais Resultados
Acesso ao crédito do BNDES	Doações para campanhas eleitorais	Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello e Marcon (2011)	Brasil	(+) Acesso preferencial ao crédito quando as doações são direcionadas aos candidatos vitoriosos (-) Menor acesso ao crédito quando as doações são direcionadas aos candidatos derrotados
	Doações para campanhas eleitorais	Rocha (2011)	Brasil	(+) Correlação próxima de forte entre financiamento de campanha e acesso ao BNDES
	Doações para campanhas eleitorais	Sztutman e Aldrighi (2012)	Brasil	(+) Acesso preferencial ao crédito
	Membros do conselho no BNDES	Astorino (2015)	Brasil	Não revelou significância estatística no acesso ao crédito
	Doações para campanhas eleitorais	Lopes (2016)	Brasil	(+) Acesso preferencial ao crédito quando as doações são direcionadas aos partidos coligados ao do presidente da república (-) Menor acesso ao crédito quando as doações são direcionadas aos partidos não coligados ao do presidente da república

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

2.2.1.2 Participação Societária dos Bancos de Desenvolvimento

A conexão governamental com as empresas mediante a estrutura de propriedade pode ser realizada de forma direta ou indireta (Brey, Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2014). A forma direta ocorre quando o governo participa como acionista das firmas (Makhija, 2003; Firth, Lin, Liu, & Wong, 2009; Wu, 2010). A forma indireta, foco desta pesquisa, é realizada por meio de instituições intermediárias, como bancos de desenvolvimento e fundos de pensão de empresas estatais (Lazzarini, 2011).

A participação societária de um banco de desenvolvimento pode proporcionar o uso da empresa para fins políticos (Inoue, 2011). Tais motivações políticas podem impedir que a tomada de decisões maximize o desempenho das firmas, como o corte de funcionários ou o aumento de preços (Shleifer & Vishny, 1994). Segundo Inoue (2011), o impacto da participação

de um banco de desenvolvimento sobre as firmas tende a se reduzir, conforme o nível de evolução do mercado financeiro, pois, como um dos principais benefícios da associação com um banco de desenvolvimento deriva da existência de imperfeições no mercado, é razoável assumir que o seu efeito sobre o desempenho das organizações será menor quanto mais desenvolvido for o mercado financeiro.

Nas próximas seções serão detalhados o BNDES Participações S.A. (BNDESPar), principal instrumento para investimento em participações societárias de empresas brasileiras pelo BNDES, assim como alguns dos principais trabalhos que abordam a relação entre conexões políticas e a participação societária dos bancos de desenvolvimento.

2.2.1.2.1 BNDESPar

A partir dos anos 1970, o BNDES começou a realizar investimentos de forma direta em ações de empresas brasileiras e, em 1982, criou o BNDESPar (BNDES Participações S.A.) para gerir a carteira de ativos do banco (Inoue, 2011).

O BNDESPar atua em todos os estágios de maturidade das companhias. As modalidades de apoio às firmas podem ser por intermédio de (BNDES, 2017):

- Investimento direto;
- Fundos de investimentos;
- Títulos de dívida corporativa.

O investimento direto em participação societária pode ocorrer por intermédio de oferta pública, emissão privada ou debêntures conversíveis, que são títulos de dívida que garantem ao detentor uma opção de conversão do saldo devedor em ações do emissor a um preço pré-definido. Os investimentos do BNDESPar são precedidos da análise de diversos indicadores das organizações investidas, tais como a situação econômico-financeira da empresa e de seus projetos, o mercado de atuação, o nível de governança e gestão da empresa e os principais riscos. Após o investimento inicial, o BNDESPar realiza o acompanhamento das companhias investidas, incentivando a adoção das melhores práticas de gestão, governança e sustentabilidade (BNDES, 2017).

A atuação do BNDESPar por meio dos fundos de investimento tem por objetivo desenvolver empresas em estágio inicial ou de crescimento. Em dezembro de 2016, a carteira do BNDESPar contava com 41 fundos ativos, incluindo mais de 150 empresas investidas e valores comprometidos pela instituição de R\$ 2,94 bilhões. Considerando os valores

comprometidos pelos demais investidores cotistas desses fundos, o patrimônio total agregado atingiu R\$ 15,7 bilhões (BNDES, 2017).

Para apoiar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, o BNDESPar disponibiliza produtos e programas que incentivam a emissão de títulos corporativos de renda fixa, tais como debêntures simples, além da aquisição de títulos emitidos por empresas nacionais por meio de três modalidades distintas (BNDES, 2017):

- Debêntures de Mercado: para desenvolvimento do mercado secundário de debêntures;
- Debêntures de Projetos de Infraestrutura: para estruturação de fundos de investimento em debêntures do setor de infraestrutura;
- Títulos de Dívida Externa: para aquisição de títulos externos (*bonds*) e apoio à estratégia de crescimento e inserção internacional das empresas brasileiras.

Este estudo busca investigar indícios da influência do relacionamento político no acesso à participação societária do BNDESPar pelas firmas, restringindo-se às operações das modalidades de investimento direto e de títulos de dívida corporativa. As operações da modalidade de fundos de investimentos não serão tratadas neste trabalho, pois, como eles são investidos em diversas empresas, não é possível associá-los às firmas investidas por meio das informações disponíveis no portal do BNDES.

2.2.1.2.2 Participação Societária dos Bancos de Desenvolvimento e Conexões Políticas

Praticamente inexistem pesquisas acadêmicas, tanto no Brasil quanto no exterior, que abordem a influência das conexões políticas na participação societária governamental por intermédio de bancos de desenvolvimento. Dentre as raras, pode-se citar a de Lazzarini *et al.* (2011) e a de Bueno (2016), que abordaram esta relação por meio do BNDESPar.

Lazzarini *et al.* (2011), além de precursores dos trabalhos empíricos sobre a relação entre o financiamento de campanhas eleitorais e o acesso ao crédito do BNDES, também realizaram o primeiro estudo no Brasil sobre a influência das conexões políticas na participação minoritária do governo brasileiro por meio do BNDESPar. Analisando as contribuições às campanhas estaduais e federais nas eleições de 2002 e 2006 e sua relação com as participações societárias do BNDESPar para as organizações que realizaram contribuições eleitorais, os autores encontraram indícios de que as empresas que mais financiaram campanhas de candidatos vencedores foram as que mais receberam participações do BNDESPar.

Bueno (2016) realizou uma pesquisa para verificar se empresas que financiam campanhas eleitorais recebem, posteriormente, maior participação de instituições governamentais como sócios acionistas, comparando a participação acionária governamental de empresas doadoras e não doadoras de campanhas eleitorais, antes e depois das eleições de 2002, 2006 e 2010. Os resultados para os anos de 2002 e 2006 não apresentaram evidência suficiente para corroborar a hipótese do investimento governamental como consequência do financiamento eleitoral. Para as eleições de 2010 o estudo apresentou indícios em favor da hipótese do aumento do investimento governamental decorrente da participação das firmas no financiamento de campanhas eleitorais.

No Quadro 6 é apresentado um resumo dos trabalhos da influência das conexões políticas na participação societária dos bancos de desenvolvimento.

Quadro 6 - Pesquisas sobre a participação societária dos bancos de desenvolvimento e as conexões políticas

Variável dependente	Variável independente (conexão política)	Autor (es)	Local Pesquisado	Principais Resultados
Acesso ao BNDESPar	Doações para campanhas eleitorais	Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello e Marcon (2011)	Brasil	(+) Acesso preferencial ao BNDESPar
Acesso à participação societária por parte do governo	Doações para campanhas eleitorais	Bueno (2016)	Brasil	Não revelou significância estatística no acesso à participação societária por parte do governo, exceto para as eleições de 2010, em que houve indícios em favor da hipótese do aumento do investimento governamental decorrente do financiamento de campanhas eleitorais

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

2.2.2 Expansão Internacional

O crescimento das organizações empresariais pode ocorrer por intermédio da diversificação ou da expansão (Gama, 2014). A diversificação ocorre quando as firmas optam por atuar em múltiplos setores, tanto pelo desenvolvimento interno de novos negócios, quanto por fusões e aquisições (Ramanujam & Varadarajan, 1989). Já a expansão pode ocorrer por

meio da abertura de novas fábricas, de novas linhas de produtos ou da internacionalização (Donato & Rosa, 2005; Kumar, Gaur, & Pattnaik, 2012).

Este trabalho concentra-se no estudo da expansão por meio da internacionalização das firmas, assim como no entendimento da influência das conexões políticas neste fenômeno, foco desta seção.

De forma geral, o desenvolvimento dos negócios internacionais nas organizações se inicia com a importação e exportação de produtos. À medida que as empresas se familiarizam com a atividade internacional, algumas optam por adicionar atividades que exigem mais investimentos, como a abertura de subsidiárias no exterior (Sapienza, Autio, George & Zahra, 2006; Grundey, 2007). A expansão internacional aumenta a complexidade do negócio, consequência do crescimento do número de clientes, concorrentes, fornecedores, agências reguladoras e organismos fiscalizadores, que ampliam a quantidade e a diversidade das informações (Egelhoff, 1982).

A literatura acadêmica aponta algumas das principais vantagens da internacionalização para as empresas:

- Diluição de custos, tais como os administrativos e os de pesquisa e desenvolvimento (Kobrin, 1991; Contractor, Kundu, & Hsu, 2003);
- Maior capacidade de atendimento aos clientes internacionais, decorrente da maior proximidade física e do melhor entendimento dos mercados externos e das culturas locais (Cyrino & Barcellos, 2006);
- Acesso a recursos escassos ou com menor custo em outros países (Jung, 1991; Cyrino & Barcellos, 2006);
- Maior capacidade de monitoramento dos concorrentes e das oportunidades (Contractor, Kundu, & Hsu, 2003).

Por outro lado, dentre os principais custos adicionais de internacionalização, destacam-se:

- Custos de gestão e governança devido à maior complexidade e diversidade das operações internacionais (Grant, 1987; Cyrino & Barcellos, 2006);
- Custo de aprendizagem internacional, decorrente da complexidade de tratamento com mercados e culturas diferentes do país de origem (Cyrino & Barcellos, 2006);
- Custo de entrada no mercado, que inclui gastos com a instalação de manufaturas e o estabelecimento de uma rede externa de negócios (Lu & Beamish, 2004).

A escolha do método para a medição do grau de internacionalização das empresas é um tema frequentemente discutido na literatura acadêmica (Ramaswamy, Kroeck, & Renforth, 1996; Sullivan, 1994, 1996). Buscando uma maior objetividade e precisão, diversos índices de internacionalização foram propostos. Dentre os mais frequentes na literatura estão:

- Índice de transnacionalização da *The United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD), composto pela média de três variáveis: vendas externas por vendas totais, ativos no exterior por ativos totais e número de funcionários no exterior pelo número total de funcionários (Barcellos, 2010);
- Índice de extensão da atividade transnacional de Ietto-Gillies, que é uma combinação de dois índices: o índice de transnacionalização da UNCTAD e o índice de extensão da rede, proposto por Ietto-Gillies. Este indicador leva em consideração, além da intensidade das atividades no exterior, o seu grau de diversificação regional por meio da ponderação do índice da UNCTAD pelo índice de extensão da rede – número de países nos quais a firma está presente, menos um, o país de origem (Barcellos, 2010);
- Escala do grau de internacionalização de Sullivan, determinado por meio dos seguintes fatores: proporção de vendas externas por vendas totais, proporção de ativos no exterior pelos ativos totais, proporção de subsidiárias no exterior pelo total de subsidiárias, experiência internacional dos altos executivos e dispersão das operações internacionais (Sullivan, 1994; Barcellos, 2010);
- Índice de Hassel, que aborda duas dimensões: a real, relacionada às atividades de produção das empresas no exterior, e a financeira, referente à governança corporativa. Para a mensuração da dimensão real utiliza-se a proporção externa de funcionários e de vendas e o número de países nos quais a empresa atua. A dimensão financeira é medida pelo número de mercados de ações das firmas, pela utilização de padrões contábeis e pela proporção de ações mantidas por estrangeiros (Hassel, Höpner, Kurdelbusch, Rehder, & Zugehör, 2003; Barcellos, 2010).

Neste trabalho optou-se pela utilização do índice de transnacionalização da UNCTAD. As principais vantagens de utilização deste indicador são a sua simplicidade e a inclusão de três dimensões essenciais para análise do grau de internacionalização: mercados, pessoas e ativos internacionais (Barcellos, 2010; Mazzioni, 2015). Entre as principais desvantagens da sua utilização estão o grande peso nos ativos, que beneficia as empresas que realizam altos

investimentos estrangeiros, como as empresas industriais, em detrimento das empresas de serviços (Barcellos, 2010).

2.2.2.1 Expansão Internacional no Brasil

Registros históricos indicam que o primeiro investimento externo direto (IED) realizado por uma firma brasileira ocorreu nos anos 1930 com a instalação de um moinho de trigo na Argentina pelo Grupo Francisco Matarazzo (López, 1999). Entretanto, foi só a partir dos anos 1960 que o processo de internacionalização das empresas brasileiras começou a ganhar relevância nacional (Sposito & Santos, 2012). Desde então, segundo Santos (2014), as empresas brasileiras passaram por cinco ciclos de IED.

O primeiro ciclo de realização de IED por organizações brasileiras ocorreu no período de 1965 a 1976, no qual o país acumulou um estoque de IED de US\$ 260 milhões. Neste período, o Estado teve atuação direta no investimento direto no país por intermédio da Petrobrás, que concentrou a maior parte dos investimentos realizados (Santos, 2014).

Entre 1977 e 1982 sucedeu o segundo ciclo. Este período foi marcado pela ampliação do número de agências de bancos públicos e privados no exterior, para captação de recursos para empréstimos locais, além da rolagem da dívida pública e apoio às exportações brasileiras com foco nos mercados latino-americanos (Dias, 1994). Neste período houve uma forte elevação dos estoques de capitais no exterior para US\$ 863 milhões e o setor de finanças (45%) superou o petrolífero (28%) e o manufatureiro (16%) no IED brasileiro (Santos, 2014).

O terceiro ciclo abrangeu os anos de 1983 a 1992, com um total de US\$ 2,5 bilhões, distribuídos entre finanças (37%), petróleo e telecomunicações (29,5%) e manufatura (10%). De acordo com Sposito e Santos (2012), este ciclo foi marcado pela entrada de empresas de menor porte, com vendas abaixo de US\$ 500 milhões, além do aumento do número de subsidiárias no exterior, foco dos investimentos nos países vizinhos e maior diversificação dos investimentos no setor industrial.

O quarto ciclo de IED teve duas fases (Santos, 2014). Entre 1992 e 1995, houve um foco na instalação de escritórios comerciais, além de filiais de assistência técnica e de montagem de produtos, dado o cenário de alta inflação e instabilidade na concessão de crédito no período (Tavares, 2006). A partir de 1995, o IED aumentou, tendo sido direcionado principalmente para as exportações por conta da desvalorização do Real. No quarto ciclo, 85% do IED esteve associado às atividades de comércio e distribuição; as unidades produtivas representaram 12% do total investido (Iglesias & Veiga, 2002).

Após o ano de 2000, no quinto ciclo de IED, as empresas intensificaram seus investimentos, que atingiram US\$ 202,5 bilhões (Santos, 2014). Os investimentos externos foram distribuídos em serviços (57%), agricultura, pecuária e extração mineral (33%) e indústria (10%). Neste ciclo, segundo Santos (2014), o IED foi proveniente tanto de empresas de destaque no cenário internacional (como a Petrobras, Gerdau, Vale, Sabó, Tigre e Marcopolo), quanto de firmas que estrearam no mercado externo em áreas como cimento (Votorantim e Camargo Corrêa), metais (Votorantim), têxteis (Coteminas), siderurgia (CSN e Votorantim), frigoríficos e processamento de carnes (JBS, Marfrig e BRF) e papel e celulose (Suzano). Este trabalho concentra-se neste quinto ciclo de IED no Brasil, investigando possíveis indícios da influência das conexões políticas na expansão internacional das organizações.

2.2.2.2 Expansão Internacional e as Conexões Políticas

Os fatores políticos têm grande relevância no contexto dos negócios internacionais (Henisz & Williamson, 1999; Holburn & Zelner, 2010). Tal fato decorre da variedade e da complexidade dos regimes governamentais nos quais as empresas internacionais operam (Boddewyn & Brewer, 1994; Ring, Lenway, & Govekar, 1990), que faz com que estas tenham que frequentemente negociar e manter o domínio da dimensão política do ambiente em que atuam (Fernandes, Bandeira-de-Mello, & Zanni, 2012).

Estudos acadêmicos também apontam evidências de que as motivações políticas tendem a influenciar grande parte da expansão dos grupos empresariais (Ghemawat & Khanna, 1998; Yiu, Lu, Bruton, & Hoskisson, 2007; Schneider, 2008). Para Gama (2014), os governos podem promover o crescimento dos grupos empresariais de forma não intencional ou intencional. São exemplos de formas não intencionais: (i) fraca aplicação de leis deixando lacunas para o seu não cumprimento (Schneider, 2008); e (ii) instabilidade política que aumenta a incerteza e incentiva as firmas a se diversificarem (Schneider, 2008). Os governos podem incentivar intencionalmente a expansão e a diversificação de grupos empresariais por meio de: (i) políticas promocionais em favor de grupos nacionais, como o acesso a capital, subsídios, licenças ou tecnologias (Hoskisson, Johnson, Tihanyi, & White, 2005; Schneider, 1998, 2008); (ii) privatização de firmas estatais (Schneider, 2008); (iii) regulação de fusões e aquisições por meio da utilização de leis antitruste (Schneider, 2008); (iv) criação de normas para *joint ventures*, como as que reduzem impostos para incentivar a produção local por multinacionais estrangeiras, desde que estabeleçam parcerias com grupos locais, incentivando a diversificação

(Guillen, 2000; Schneider, 2008); e (v) utilização de mecanismos de proteção tarifária (Schneider, 2008).

Por meio destes diversos mecanismos, os governos podem interferir na expansão das firmas, sendo estes, portanto, passíveis de utilização no contexto das conexões políticas (Khanna & Palepu, 2000; Schneider, 2008). O estudo da influência das conexões políticas na expansão internacional das firmas é recente e ainda pouco abordado na literatura. A seguir são apresentados alguns dos principais trabalhos relacionados ao tema.

Holburn e Zelner (2010) investigaram se as empresas dos países de origem, caracterizados por instituições políticas mais fracas, como ocorre em grande parte dos países emergentes, são menos sensíveis ao risco político do país anfitrião em suas estratégias de expansão internacional. Segundo estes autores, as firmas de países com instituições políticas mais fracas são mais hábeis em lidar com os mecanismos políticos do que as empresas de países com instituições mais fortes. Tal característica reduz o efeito do risco político em suas decisões de entrada no exterior; quanto maior for a capacidade política da organização, menor é a sua aversão aos investimentos em países com riscos políticos mais elevados. Os autores encontraram suporte para suas hipóteses em uma análise estatística das escolhas de localização de investimento estrangeiro direto por empresas multinacionais do setor de energia elétrica, durante o período de 1990 a 1999.

Costa, Bandeira-de-Mello e Marcon (2013) encontraram fortes evidências das conexões políticas como uma explicação plausível à expansão e diversificação dos grupos empresariais brasileiros por meio da utilização de um modelo de regressão de dados em painel com efeito fixo, em uma amostra de 760 observações de 95 grupos empresariais, entre 2001 a 2008 no Brasil. Este trabalho mostra que, sob a teoria da economia política, os grupos se diversificam mais para aumentar seu poder político, realizando-o por meio de doações para campanhas políticas, em uma relação clientelista.

Du e Luo (2016) realizam um estudo para analisar o impacto das conexões políticas domésticas sobre a internacionalização de empresas dos mercados emergentes, com foco nas empresas chinesas. Os resultados indicam que as conexões políticas e as instituições formais domésticas desempenham um papel importante na determinação da estratégia de internacionalização das empresas de mercados emergentes.

Para Fernández-Méndez, García-Canal e Guillen (2016), as empresas obtêm vantagens de suas conexões políticas domésticas, embora sua influência na expansão internacional tenha sido pouco estudada. Usando dados de painel sobre as conexões políticas domésticas de empresas listadas na Espanha, de 1986 a 2008, os autores encontraram evidências robustas de que as conexões políticas domésticas são uma fonte de conhecimento político que pode facilitar a entrada em países estrangeiros.

Pimentel (2017) examinou como diferentes tipos de conexões políticas influenciaram a estratégia de expansão internacional das maiores empresas francesas, durante o período de 2003 a 2012, propondo três formas pelas quais as conexões políticas podem afetar a estratégia de expansão internacional das organizações: (i) informação e conhecimento privilegiado; (ii) influência; e (iii) redução nas despesas com investimento. O autor pesquisou como os três tipos de conexões políticas, baseada na experiência governamental, baseada em experiências acadêmicas comuns e baseada em laços de amizade, influenciam tanto o montante quanto o nível de exposição ao risco em um determinado período de tempo. O autor obteve indícios de que empresas conectadas politicamente envolvem-se mais em estratégias de expansão internacional do que as não conectadas. Esta expansão depende do tipo de conexão, pois as conexões políticas baseadas em laços de amizade e em experiências educacionais comuns são mais significativas para explicar o montante e o nível de exposição ao risco de expropriação dos investimentos internacionais de uma empresa, respectivamente (Pimentel, 2017).

No Quadro 7 é apresentado um resumo dos principais trabalhos que abordam a influência das conexões políticas na expansão internacional das organizações.

Quadro 7 - Pesquisas sobre a expansão internacional e as conexões políticas

Variável dependente	Variável independente (conexão política)	Autor (es)	Local Pesquisado	Principais Resultados
Grau de Internacionalização	Risco político do país origem e do país anfitrião	Holburn e Zelner (2010)	28 países	(+) Firmas de países com instituições políticas mais fracas são mais hábeis em lidar com os riscos políticos do país anfitrião, quando comparadas com as empresas de países com instituições mais fortes
	Doações para campanhas eleitorais	Costa, Bandeira-de-Mello e Marcon (2013)	Brasil	(+) Maior expansão internacional
	Grande acionista ou executivo exerce cargo público	Du e Luo (2016)	China	(+) Maior expansão internacional
	Grande acionista ou executivo exerce cargo público	Fernández-Méndez, Garcia-Canal e Guillen (2016)	Espanha	(+) Maior expansão internacional
	Relacionamento de grande acionista e executivo com políticos	Pimentel (2017)	França	(+) Maior expansão internacional

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

3 Procedimentos Metodológicos

Nesta seção são apresentados os procedimentos metodológicos utilizados nesta pesquisa. Primeiramente é feita a classificação da pesquisa de acordo com os objetivos propostos. Posteriormente é apresentada a população e a amostra utilizadas neste trabalho, assim como os procedimentos de coleta e tratamento de dados. Por fim, são apresentadas as variáveis de pesquisa, assim como o modelo teórico e o método utilizado.

3.1 Tipologia da Pesquisa

De acordo com a taxonomia de Beuren (2014), a pesquisa é qualificada quanto aos objetivos, procedimentos e abordagem.

Quanto aos objetivos, esta pesquisa é descritiva, pois pretende descrever características de determinada população ou fenômeno por meio do estabelecimento de relações entre variáveis (Gil, 1999). De acordo com Triviños (1987), os trabalhos descritivos exigem uma delimitação de técnicas, métodos, modelos e teorias, assim como da população e da amostra que orientarão a coleta e análise dos dados, conferindo validade científica ao trabalho de pesquisa. Nas pesquisas descritivas normalmente são utilizadas técnicas estatísticas, desde as mais simples até as mais sofisticadas (Beuren, 2014). Neste trabalho pretende-se analisar a influência das conexões políticas no desempenho das empresas, mensurado por meio de: (i) acesso preferencial aos financiamentos concedidos pelos bancos de desenvolvimento; (ii) acesso preferencial na venda de ações ou debêntures conversíveis em ações para bancos de desenvolvimento; e (iii) expansão internacional.

Quanto aos procedimentos, este estudo é uma pesquisa bibliográfica e *ex-post-facto*. Refere-se a uma pesquisa bibliográfica, pois busca explicar um problema a partir de referenciais teóricos publicados e documentos, buscando conhecer e analisar as contribuições culturais ou científicas sobre um determinado assunto (Cervo & Bervian, 1983). Refere-se a uma pesquisa *ex-post-facto*, pois tem por objetivo investigar possíveis relações de causa e efeito entre um determinado fato e um fenômeno que ocorre posteriormente (Fonseca, 2002).

Quanto à abordagem, o presente estudo é classificado como quantitativo, pois haverá emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento de dados (Beuren, 2014). Partindo do método hipotético-dedutivo, investiga-se se e como uma variável influencia outra, estabelecendo-se relações entre elas (Triviños, 1987).

3.2 População e Amostra

Beuren (2014) define população como a totalidade de elementos distintos que possuem certa paridade nas características definidas em um determinado estudo. Marconi e Lakatos (2002) entendem a população ou universo como o “conjunto de seres animados ou inanimados que apresentam pelo menos uma característica em comum”.

Nesta pesquisa, a população é formada pelo conjunto de firmas brasileiras que possuem ações listadas na B3, no período de 2007 a 2016. Para Camilo (2011), a “escolha de firmas listadas em bolsa se justifica por compreender empresas que apresentam maior transparência nos dados e oferecem informações devidamente auditadas ao mercado, o que confere segurança na credibilidade dos mesmos. Também se justifica dado os mecanismos externos em que são submetidas as firmas que aderem às normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), reguladas pela legislação da B3”.

No campo das ciências sociais, as pesquisas consideram um universo de elementos extenso, o que torna inviável considerá-los em sua totalidade. Por isso, os estudos científicos podem buscar relações por meio de estudos amostrais, utilizando frações ou uma pequena parte dos elementos do universo de pesquisa (Beuren, 2014). Dentre as técnicas de amostragem, este trabalho pode ser considerado como sendo de amostragem não probabilística por tipicidade. Refere-se a uma amostragem não probabilística, pois não faz uso de formas aleatórias de seleção e amostras (Marconi & Lakatos, 2011), e é por tipicidade, pois consiste em selecionar amostras com base em informações disponíveis e que sejam consideradas representativas da população (Beuren, 2014).

3.3 Procedimentos de Coleta de Dados

Para Beuren (2014), os instrumentos de pesquisa podem ser definidos como os preceitos ou processos que o cientista deve utilizar para direcionar, de forma lógica e sistemática, o processo de coleta, análise e interpretação de dados.

Quanto ao instrumento de pesquisa, este trabalho pode ser considerado uma pesquisa bibliográfica ou de fontes secundárias, pois pretende-se utilizar como fonte de pesquisa trabalhos já publicados, tais como teses, dissertações, artigos de anais, publicações avulsas, livros e revistas (Beuren, 2014). De acordo com Marconi e Lakatos (2002), as fontes secundárias possibilitam não só resolver problemas já conhecidos, mas também explorar novas

áreas de conhecimento, propiciando a investigação de determinados assuntos sob uma nova abordagem.

Neste trabalho são consideradas cinco fontes de pesquisa: (i) Economática®; (ii) portal da B3; (iii) portal do TSE; (iv) portal do BNDES; e (v) portal da Fundação Dom Cabral.

3.4 Procedimentos de Tratamento de Dados

Após a coleta, deve-se iniciar o processo de tratamento de dados, que deve ocorrer de forma sistematizada (Beuren, 2014). É recomendável que o pesquisador encontre meios de organizar o material coletado durante a pesquisa, analisando-o posteriormente com maior profundidade com base nas teorias da metodologia científica (Beuren, 2014).

3.4.1 Tratamento de Dados da Base da Economática®

Em primeiro lugar, a partir de dados da Economática®, montou-se uma base única contendo informações contábeis e setoriais do período de 2007 a 2016 das 364 empresas ativas e listadas na B3 em dezembro de 2016.

Desta base foram excluídas 12 firmas de propriedade governamental e 78 organizações que atuam em setores de concessão de serviços públicos, pois, conforme mencionado na Seção 2.1.4 deste trabalho, o artigo 24 da Lei nº 9.504 veda a doação para campanhas eleitorais provenientes de órgãos da administração pública direta e indireta e de concessionários ou permissionários de serviços públicos. Com isso, foram mantidas 274 firmas na base única.

3.4.2 Tratamento de Dados do Portal da B3

A B3 concebeu cinco níveis diferenciados de governança corporativa, disponíveis, de forma pública, no seu portal (B3, 2017):

- Bovespa Mais: idealizado para empresas que desejam acessar o novo mercado de forma gradual, tendo como objetivo o fomento do crescimento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de capital (B3, 2017);
- Bovespa Mais Nível 2: similar ao Bovespa Mais, porém com algumas exceções, como a possibilidade de manter ações preferenciais (B3, 2017);
- Novo Mercado: destinado à criação de um padrão de governança corporativa diferenciado. A listagem nesse segmento implica a adoção de um conjunto de regras societárias que aprimoram os direitos dos acionistas, o processo de divulgação de informações e as estruturas de fiscalização e controle (B3, 2017);

- Nível 2: similar ao Novo Mercado, porém com algumas exceções, como a possibilidade de manter ações preferenciais (B3, 2017);
- Nível 1: as empresas listadas neste segmento devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores (B3, 2017).

Para cada uma das 274 firmas da base única foi efetuada a coleta do nível de governança corporativa no portal da B3 e esta informação foi incluída na base única.

3.4.3 Tratamento de Dados do Portal do TSE

No portal do TSE são disponibilizados, de forma pública, dados sobre as receitas e despesas das eleições de 2002 a 2014, para os cargos eletivos federais (presidência da república, senador e deputado federal), estaduais (governador e deputado estadual) e municipais (prefeito e vereador). Para cada eleição são oferecidas três bases referentes às doações realizadas diretamente aos candidatos, aos diretórios partidários ou aos comitês eleitorais. Nestes arquivos, cada observação refere-se à uma doação ou transferência de recursos financeiros efetuada por alguma pessoa física, jurídica, diretório partidário ou comitê eleitoral em uma determinada campanha eleitoral.

Com base nestes três arquivos do TSE, inicialmente foi realizada uma consolidação por doador (CPF ou CNPJ), para cada uma das três eleições federais e estaduais abordadas neste trabalho (2006, 2010 e 2014), conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 – Doações para as campanhas das eleições de 2006, 2010 e 2014

Eleição	Número de doadores (unidade)				Valor doado (bilhões de reais)			
	Pessoa Jurídica	Pessoa Física	Partido/ Comitê	Total	Pessoa Jurídica	Pessoa Física	Partido/ Comitê	Total
2006	19.434	124.605	565	144.604	0,876	0,443	0,563	1,882
2010	21.553	206.254	1.101	228.908	2,387	0,749	1,625	4,761
2014	16.331	151.234	2.547	170.112	3,018	0,938	3,135	7,091

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados do TSE.

Como pode ser observado na Tabela 1, o número de doadores subiu de 144.604 para 170.112 no período de 2006 a 2014, ao mesmo tempo em que o valor doado subiu de R\$ 1,882 bilhões para R\$ 7,091 bilhões. Ou seja, enquanto no período de 2006 a 2014 o número de doadores subiu 17,6%, o valor total doado subiu 277%, com um considerável aumento do valor médio oferecido por doador (pessoas físicas e jurídicas), conforme evidenciado na Tabela 2.

Tabela 2 – Valor médio por doador para as eleições de 2006, 2010 e 2014

Eleição	Valor médio doado (reais)			Total
	Pessoa Jurídica	Pessoa Física	Partido/ Comitê	
2006	45.076	3.555	996.460	13.015
2010	110.750	3.631	1.475.931	20.799
2014	184.802	6.202	1.230.860	41.684

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados do TSE.

As informações disponibilizadas pelo TSE, no entanto, precisam ser analisadas com cautela, pois alguns valores considerados como doações podem estar duplicados ou até triplicados (Lopes, 2016). Isto decorre do fato de que as doações efetuadas aos diretórios partidários ou comitês eleitorais podem, por exemplo, ser redistribuídas para outros diretórios, comitês ou candidatos, gerando um efeito multiplicador na base de doações eleitorais do TSE (Lopes, 2016). Com o intuito de se evitar este efeito multiplicador, apenas as doações com origem nas pessoas físicas e jurídicas foram tratadas neste trabalho; as contribuições dos diretórios de partidos e comitês de campanha foram desconsideradas (Tabela 3).

Tabela 3 – Doações para as eleições de 2006, 2010 e 2014 por pessoas físicas e jurídicas

Eleição	Total doado (bilhões de reais)		
	Pessoa Jurídica	Pessoa Física	Total
2006	0,876	0,443	1,319
2010	2,387	0,749	3,136
2014	3,018	0,938	3,956
Total	6,281	2,130	8,411
% Total	74,7%	25,3%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados do TSE.

Levando-se em consideração que o objetivo deste trabalho é o de analisar a influência das doações eleitorais no desempenho das firmas, as doações com origem em pessoas físicas também não serão tratadas, mantendo-se somente as contribuições das pessoas jurídicas, que representam 74,7% do montante total doado (Tabela 3).

Do total de contribuições realizadas pelas firmas, delimitando-se apenas as 274 firmas da amostra da base única, obtém-se R\$ 1,660 bilhões em contribuições eleitorais, ou seja, 26,4% do total foi doado pelas firmas (Tabela 4).

Tabela 4 – Representatividade da amostra sobre o total de doações por pessoas jurídicas

Eleição	Total doado (bilhões de reais)		% Base Única sobre o total de Pessoa Jurídica
	Pessoa Jurídica	Base Única	
2006	0,876	0,191	21,8%
2010	2,387	0,511	21,4%
2014	3,018	0,958	31,7%
Total	6,281	1,660	26,4%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados do TSE.

Os valores das doações às campanhas eleitorais apresentados na Tabela 4 foram incluídos na base única para cada uma das 274 firmas da amostra.

3.4.4 Tratamento de Dados do Portal do BNDES

O BNDES disponibiliza em seu portal seções específicas com informações sobre repasses e transferências de recursos financeiros para seus clientes (BNDES, 2017). São disponibilizados arquivos com operações contratadas na forma indireta automática e com operações contratadas na forma direta e indireta não automática, desde 2002. Cada observação refere-se a uma operação de crédito efetuada por um cliente.

A partir destes arquivos do BNDES, foi realizada uma consolidação dos valores financiados para cada empresa da base única (doadores às campanhas eleitorais), separadas por tipo de concessão – diretas e indiretas, automáticas e não automáticas – e por ano, para o período de 2007 a 2016 (Tabela 5).

Tabela 5 – Financiamentos do BNDES por tipo de concessão para as empresas analisadas

Ano	Quantidade de empresas (unidade)			Valor dos financiamentos (bilhões de reais)		
	Indireta automática	Direta e indireta não automática	Total	Indireta automática	Direta e indireta não automática	Total
2007	36	27	54	0,791	7,044	7,835
2008	34	28	51	0,847	7,040	7,887
2009	37	29	55	1,083	8,384	9,467
2010	46	25	63	1,310	7,338	8,648
2011	33	26	51	0,660	6,862	7,521
2012	39	30	59	1,306	15,678	16,984
2013	39	29	58	1,339	7,264	8,603
2014	36	28	52	1,096	16,148	17,243
2015	29	20	44	0,894	2,883	3,777
2016	21	13	31	0,221	1,457	1,679
Total	74	74	92	9,547	80,097	89,644

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados do BNDES.

Nota: O número total de empresas beneficiadas pelo BNDES não é igual à soma do número de firmas que receberam financiamentos indiretos automáticos e diretos e indiretos não automáticos, pois algumas receberam os dois tipos de concessões.

Como pode ser verificado na Tabela 5, dentre as 274 firmas que fazem parte do escopo deste trabalho, 92 organizações receberam financiamentos do BNDES entre 2007 e 2016, totalizando R\$ 89,644 bilhões no período, com uma média de R\$ 8,964 bilhões por ano.

Os valores dos financiamentos do BNDES foram, por fim, consolidados por ciclo eleitoral (2007-2010, 2011-2015, 2015-2016) e agregados à base única para cada uma das 274 empresas da amostra. (Tabela 6).

Tabela 6 – Média anual dos financiamentos do BNDES por ciclo eleitoral

Período	Média anual dos financiamentos (bilhões de reais)		
	Indireta automática	Direta e indireta não automática	Total
2007-2010	1,008	7,452	8,459
2011-2014	1,100	11,488	12,588
2015-2016	0,558	2,170	2,728
Total do período	0,954	8,010	8,964

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados do BNDES.

O BNDES também oferece, por meio do seu portal, acesso às informações das participações em empresas pelo BNDESPar (BNDES, 2017). São disponibilizados arquivos

com operações das modalidades investimento direto, fundos de investimentos e títulos de dívida corporativa, desde 2006. Conforme mencionado na Seção 2, este trabalho se restringirá às operações das modalidades de investimento direto e de títulos de dívida corporativa; os contratos de fundos de investimentos não serão tratados, pois não é possível relacioná-los às firmas investidas por meio das informações disponíveis no portal do BNDES.

A partir dos arquivos do BNDESPar foi realizada a consolidação dos investimentos realizados em cada empresa da base única (doadores às campanhas eleitorais), separados por modalidade e por ciclo eleitoral (2007-2010, 2011-2015, 2015-2016), conforme Tabela 7. Esta tabela evidencia que, dentre as 274 organizações consideradas nesta pesquisa, 58 receberam participação societária direta ou por meio de títulos de dívida corporativa do BNDESPar, no período de 2007 a 2016.

Tabela 7 – Quantidade de firmas que receberam investimentos do BNDESPar

Período	Quantidade de firmas com investimentos do BNDESPar (unidade)		
	Investimento Direto	Títulos de Dívida Corporativa	Total
2007-2010	44	9	46
2011-2014	38	10	40
2015-2016	38	8	39
Total do período	56	13	58

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados do BNDES.

Nota: A quantidade de empresas que receberam investimentos do BNDESPar não é igual à soma da quantidade de firmas que receberam investimentos diretos e títulos de dívida corporativa, pois algumas obtiveram os dois tipos de modalidades.

Por fim, foi criada uma variável binária, que assume o valor 1 para as firmas que usufruem de investimentos do BNDESPar e o valor 0 em caso contrário. Esta variável foi adicionada à base única para cada uma das 274 empresas da amostra.

3.4.5 Tratamento de Dados do Portal da FDC

No portal da Fundação Dom Cabral (FDC) estão disponíveis os relatórios do ranking das multinacionais brasileiras desde 2006. Ao longo dos anos, os resultados da pesquisa apresentada nestes relatórios se tornaram uma importante fonte de consulta sobre o processo de internacionalização das empresas brasileiras, tanto pelas empresas quanto por acadêmicos e instituições governamentais e multilaterais que apoiam este movimento estratégico das empresas brasileiras (FDC, 2017).

Este trabalho apresenta uma análise sobre a geografia de atuação das empresas brasileiras, os principais movimentos de entrada e saída nos países, as tendências de expansão, uma análise das estratégias de internacionalização das empresas dentro do contexto político-econômico retratado, além do ranking FDC das multinacionais brasileiras, em que as organizações são classificadas por meio do índice de transnacionalidade da UNCTAD (FDC, 2017).

O índice de transnacionalidade da UNCTAD da FDC, do período de 2007 a 2016, foi consolidado por ciclo eleitoral (2007-2010, 2011-2015, 2015-2016) e adicionado à base única (Tabela 8).

Tabela 8 – Índice médio de transnacionalidade da UNCTAD das empresas analisadas

Período	Índice médio de transnacionalidade da UNCTAD
2007-2010	7,98%
2011-2014	13,97%
2015-2016	18,11%
Total do período	13,35%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da FDC.

Como pode ser observado na Tabela 8, dentre as 274 firmas que fazem parte desta pesquisa, o índice médio de internacionalização aumentou de 7,98% (2007-2010) para 18,11% (2015-2016), indicando uma possível expansão internacional das firmas analisadas durante os três ciclos eleitorais explorados.

3.4.6 Resumo das Fontes de Pesquisa

O Quadro 8 apresenta um resumo das fontes, objetivos e procedimentos para tratamento dos dados coletados neste trabalho.

Quadro 8 – Fontes, objetivos e procedimentos de pesquisa

Fontes	Objetivos	Procedimentos
Economática® (www.economatica.com/)	Coletar dados contábeis e setoriais das empresas listadas na B3, do período de 2007 a 2016.	Capturar os dados contábeis e setoriais das empresas listadas na B3, do período de 2007 a 2016, desconsiderando as firmas de propriedade governamental e as que atuam em setores de concessão de serviços públicos; incluir na base única.
Brasil, Bolsa, Balcão – B3 (http://www.b3.com.br/pt_br/)	Capturar o nível de governança corporativa das organizações.	Obter o nível de governança corporativa para cada firma analisada; consolidar na base única.
Tribunal Superior Eleitoral – TSE (www.tse.gov.br)	Coletar dados sobre contribuições às campanhas políticas de 2006, 2010 e 2014 pelas organizações.	Capturar o valor doado aos candidatos, partidos e comitês eleitorais para cargos estaduais e federais; identificar as empresas doadoras; consolidar os valores por doador; consolidar na base única.
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES (https://www.bndes.gov.br/)	Listar dados históricos dos créditos concedidos pelo BNDES e das participações societárias do BNDESPar nas empresas envolvidas, do período de 2007 a 2016.	Coletar as operações diretas e as indiretas do BNDES; identificar as empresas doadoras; consolidar os valores por doador; consolidar na base única. Identificar as firmas beneficiárias das participações societárias do BNDESPar; criar variável binária; consolidar na base única.
Fundação Dom Cabral – FDC (www.fdc.org.br/)	Extrair relatório do ranking das multinacionais brasileiras da Fundação Dom Cabral, de 2007 a 2016.	Capturar o índice de transnacionalização da UNCTAD das empresas; consolidar na base única.

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.5 Caracterização das Variáveis de Pesquisa

Para Marconi e Lakatos (2011), variável dependente é aquela a ser explicada ou descoberta, em virtude de ser influenciada, determinada ou afetada pela variável independente; “é o fator que aparece, desaparece ou varia à medida que o investigador introduz, tira ou modifica a variável independente”.

Marconi e Lakatos (2011) definem variável independente como a variável que “influencia, determina ou afeta outra variável; é o fator determinante, condição ou causa para determinado resultado, efeito ou consequência; é o fator manipulado (geralmente) pelo investigador, na sua tentativa de assegurar a relação do fator com um fenômeno observado ou a ser descoberto, para ver que influência exerce sobre um possível resultado”.

As variáveis de controle estabelecem um ambiente, cenário ou contexto experimental ou laboratorial no qual a relação entra a variável independente e a variável dependente se estabelece (Marconi & Lakatos, 2011).

3.5.1 Variáveis Dependentes

Para o teste das hipóteses foram definidas três variáveis dependentes: (i) financiamento obtido no BNDES; (ii) participação societária do BNDESPar; e (iii) grau de internacionalização.

As definições operacionais adotadas para cada variável estão detalhadas no Quadro 9.

Quadro 9 - Descrição das variáveis dependentes

Variável	Descrição	Autores
Financiamento obtido no BNDES	Valor total dos financiamentos diretos e indiretos obtidos no BNDES, por cada empresa da amostra, do período de 2007 a 2016.	Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello e Marcon (2011); Rocha (2011); Sztutman e Aldrighi (2012); Astorino (2015); Lopes (2016).
Participação societária do BNDESPar	Variável binária, que assume o valor 1 para as firmas que receberam investimentos diretos e de títulos de dívida corporativa do BNDESPar, do período de 2007 a 2016.	Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello e Marcon (2011); Bueno (2016).
Grau de internacionalização	Índice de transnacionalidade da UNCTAD das organizações da amostra, do período de 2007 a 2016.	Holburn e Zelner (2010); Costa, Bandeira-de-Mello e Marcon (2013); Du e Luo (2016); Fernández-Méndez, García-Canal e Guillen (2016).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: A lista de autores refere-se aos que utilizaram as mesmas variáveis dependentes propostas.

3.5.2 Variável Independente

Para o teste das hipóteses foi definida uma variável independente: doações às campanhas eleitorais como *proxy* da variável conexões políticas.

As definições operacionais adotadas para a variável são detalhadas no Quadro 10.

Quadro 10 - Descrição da variável independente

Variável	Descrição	Autores
Doações às campanhas eleitorais	Contribuições às campanhas políticas estaduais e federais das eleições de 2006, 2010 e 2014 pelas empresas da amostra.	Claessens, Feijen e Laeven (2007); Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello e Marcon (2011); Sztutman e Aldrighi (2012); Costa, Bandeira-de-Mello e Marcon (2013); Chen, Dyreng e Li (2014); Boas, Hidalgo e Richardson (2014); Astorino (2015); Bueno (2016).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: A lista de autores refere-se aos que utilizaram a mesma variável independente proposta.

Espera-se que as contribuições às campanhas eleitorais promovam maior oferta de financiamentos no BNDES (Lazzarini *et al.*, 2011; Sztutman & Aldrighi, 2013; Lopes, 2016), de participação societária do BNDESPar (Lazzarini *et al.*, 2011), assim como um aumento do grau de internacionalização das empresas analisadas nesta pesquisa (Holburn & Zelner, 2010; Costa, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2013; Du & Luo, 2016; Fernández-Méndez, Garcia-Canal, & Guillen, 2016; Pimentel, 2017).

3.5.3 Variáveis de Controle

Foram consideradas as seguintes variáveis de controle: (i) tamanho da firma; (ii) setor; e (iii) nível de governança corporativa. Elas foram incluídas no modelo com o intuito de se verificar se o tamanho das firmas, as características setoriais específicas e os diversos níveis diferenciados de governança corporativa, respectivamente, influenciam a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes.

As definições operacionais adotadas para cada variável estão detalhadas no Quadro 11.

Quadro 11 - Descrição das variáveis de controle

Variável	Descrição	Autores
Tamanho da firma	Total de ativos como <i>proxy</i> do tamanho das empresas da amostra.	Khwaja e Mian (2005); Claessens, Feijen e Laeven (2007); Faccio (2010); Lazzarini <i>et al.</i> (2011); Chen, Dyreng e Li (2014); Astorino (2015); Fejgelman (2016).
Setor	Setor das firmas da amostra, de acordo com a classificação definida pela B3.	Khwaja e Mian (2005); Lu (2008); Goldman, Rocholl e So (2009); Inoue (2011).
Nível de governança corporativa	Nível de governança corporativa das firmas da amostra disponibilizada pela B3.	Carrera (2013); Cunha e Piccoli (2017).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: A lista de autores refere-se aos que utilizaram a mesma variável de controle proposta.

3.6 Modelo Teórico da Pesquisa

O modelo teórico proposto neste trabalho está ilustrado na Figura 1. Esta construção teórica apresenta a relação firma-governo por meio dos relacionamentos esperados entre as variáveis utilizadas neste trabalho, doações às campanhas eleitorais, financiamento obtido no BNDES, participação societária do BNDESPar e grau de internacionalização das firmas, considerando as variáveis de controle, tamanho da firma, setor e nível de governança corporativa das organizações analisadas.

Figura 1 – Modelo teórico da pesquisa



Fonte: Elaborado pelo autor.

3.7 Método

Para que fosse possível testar as hipóteses apresentadas neste trabalho, metodologicamente, emprega-se a análise da estatística descritiva dos dados e a aplicação de técnicas de análise de dados para a definição do modelo econométrico, detalhadas nas próximas seções.

3.7.1 Análise das Estatísticas Descritivas

Segundo Reis e Reis (2002), a análise das estatísticas descritivas é a fase inicial do processo de estudo dos dados coletados e é utilizada para organizar, sintetizar e descrever o conjunto de atributos observados ou comparar tais características entre dois ou mais conjuntos.

Se, por um lado, ao se condensar os dados perde-se informação, por outro, ganha-se clareza na interpretação proporcionada pela visão geral da amostra (Reis & Reis, 2002).

A descrição dos dados também tem o objetivo de identificar anomalias e verificar a possibilidade da exclusão de valores como os *outliers*, resultantes de dados dispersos ou que não seguem a tendência geral do restante do conjunto (Reis & Reis, 2002).

Neste trabalho pretende-se elaborar uma análise descritiva contendo o valor mínimo e máximo de cada variável de estudo, além de sua média, mediana, desvio padrão e coeficiente de variação.

3.7.2 Técnicas de Análise de Dados

Para o teste das hipóteses apresentadas na Seção 1 deste trabalho, emprega-se a análise de regressão com dados em painel. De acordo com Gujarati e Porter (2011), os dados em painel combinam séries temporais com observações de corte transversal, oferecendo dados mais informativos, com maior variabilidade e mais graus de liberdade.

Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009) sugerem três abordagens para o estudo dos dados em painel: (i) mínimos quadrados ordinários (MQO); (ii) efeitos fixos; e (iii) efeitos aleatórios.

Segundo Gujarati e Porter (2011), o MQO pressupõe que o coeficiente de regressão seja o mesmo para todas as observações e pode ser representado pela equação (1):

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + u_{it} \quad (1)$$

O modelo de efeitos fixos pressupõe que o intercepto pode variar para um dos elementos da amostra. Apesar do intercepto poder variar para cada elemento, ele se mantém constante para cada empresa ao longo do tempo (Gujarati & Porter, 2011). Isto pode ser representado pela equação (2):

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + u_{it} \quad (2)$$

O modelo de efeitos aleatórios trata cada intercepto como uma variável aleatória, cujo valor esperado é calculado por meio do coeficiente do intercepto. Em outras palavras, este modelo assume que o intercepto α_i da equação (2) é representado por $\alpha_i = \alpha + \varepsilon_i$, onde ε_i é a medida de erro aleatória:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \varepsilon_i + u_{it} \quad (3)$$

Para definição do modelo mais adequado de dados em painel para esta pesquisa são realizados os testes de *Chow*, *Breusch-Pagan* e *Hausman* (Gujarati & Porter, 2011):

- O teste de *Chow* é utilizado para a seleção entre os modelos MQO e de efeitos fixos. Sua hipótese nula H_0 é a de que os interceptos são iguais para todos os cortes transversais (em favor do modelo MQO);
- O teste de *Breusch-Pagan* é aplicado para a escolha entre os modelos MQO e de efeitos aleatórios. Sua hipótese nula H_0 é a de que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero (em favor do modelo MQO);
- O teste de *Hausman* é empregado para a definição entre os modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios. Sua hipótese nula H_0 é a de que o modelo de correção de erros é adequado (em favor do modelo de efeitos aleatórios).

Para garantir a validade do modelo selecionado, alguns pressupostos básicos devem ser atendidos. Neste trabalho são aplicados testes para validação de quatro condições (Quadro 12).

Quadro 12 – Pressupostos e testes do modelo de regressão

Pressuposto	Teste	Autores
Ausência de relação linear (multicolinearidade)	Teste <i>Variance Inflation Factor</i> (VIF)	Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009); Gujarati e Porter (2011).
Distribuição normal de resíduos (normalidade)	Teste de <i>Jarque-Bera</i>	Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009); Gujarati e Porter (2011).
Ausência de autocorrelação de resíduos	Teste de <i>Breusch-Godfrey</i>	Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009); Gujarati e Porter (2011).
Resíduos com variância condicional homocedástica	Teste de <i>White</i>	Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009); Gujarati e Porter (2011).

Fonte: Elaborado pelo autor.

No caso de violação de um ou mais dos pressupostos da regressão, Gujarati e Porter (2011) sugerem o recálculo dos estimadores por meio de métodos robustos; de forma geral, estes se mantêm consistentes mesmo com algumas violações de pressupostos. Caso seja necessário, serão utilizados os modelos robustos apresentados no Quadro 13.

Quadro 13 – Modelos robustos de regressão

Pressuposto	Condição Aplicável	Autores
Estimador <i>Huber-White</i>	Heterocedasticidade	Wooldridge (2010).
Estimador <i>Driscoll-Kraay</i>	Heterocedasticidade e autocorrelação de resíduos	Hoechle (2007).

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.7.3 Modelos Econométricos

A partir dos modelos gerais apresentados na seção anterior, pode-se construir os modelos econométricos da pesquisa.

Para a hipótese de pesquisa H₁ foi utilizado como *proxy* o modelo de regressão geral apresentado na equação (4). Neste modelo, como variável dependente foi considerado o logaritmo do financiamento obtido no BNDES ($LnBND_{it}$). O grau de conexão política das firmas, medido por meio do logaritmo do volume financeiro de contribuições às campanhas políticas ($LnDOA_{it}$), foi classificado como variável independente. Como variáveis de controle foram classificadas logaritmo do tamanho da firma ($LnTAM_{it}$), setor (SET_i) e nível de governança corporativa (NGC_{it}).

$$LnBND_{it} = \alpha_i + \beta_1 LnDOA_{it} + \beta_2 LnTAM_{it} + \sum_{k=0}^n \gamma_k SET_i + \sum_{k=0}^n \delta_k NGC_{it} + \varepsilon_i \quad (4)$$

Onde, para cada empresa i no período t:

$LnBND_{it}$: Logaritmo do financiamento obtido no BNDES pela firma i no ano t;
 α_i : Coeficiente de intersecção;
 $LnDOA_{it}$: Logaritmo das doações às campanhas eleitorais da firma i no ano t;
 $LnTAM_{it}$: Logaritmo do total de ativos da firma i no ano t;
 SET_i : *Dummy* do setor da firma i;
 NGC_{it} : *Dummy* do nível de governança corporativa da firma i no ano t.

Para a hipótese de pesquisa H₂ foi utilizado como *proxy* o modelo da equação (5). As variáveis independente e de controle foram as mesmas da equação (4). Como variável dependente foi considerada a participação societária do BNDESPar (BNP_{it}) nas empresas.

$$BNP_{it} = \alpha_i + \beta_1 LnDOA_{it} + \beta_2 LnTAM_{it} + \sum_{k=0}^n \gamma_k SET_i + \sum_{k=0}^n \delta_k NGC_{it} + \varepsilon_i \quad (5)$$

Onde, para cada empresa i no período t :

BNP_{it}	: Variável da participação societária do BNDESPar na firma i no ano t ;
α_i	: Coeficiente de intersecção;
$LnDOA_{it}$: Logaritmo das doações às campanhas eleitorais da firma i no ano t ;
$LnTAM_{it}$: Logaritmo do total de ativos da firma i no ano t ;
SET_i	: <i>Dummy</i> do setor da firma i ;
NGC_{it}	: <i>Dummy</i> do nível de governança corporativa da firma i no ano t .

Para a hipótese de pesquisa H_3 foi utilizado como *proxy* o modelo de regressão geral apresentado na equação (6). As variáveis independente e de controle foram as mesmas da equação (4). Como variável dependente foi considerado o grau de internacionalização das firmas.

$$INT_{it} = \alpha_i + \beta_1 DOA_{it} + \beta_2 LnTAM_{it} + \sum_{k=0}^n \gamma_k SET_i + \sum_{k=0}^n \delta_k NGC_{it} + \varepsilon_i \quad (6)$$

Onde, para cada empresa i no período t :

INT_{it}	: Grau de internacionalização da firma i no ano t ;
α_i	: Coeficiente de intersecção;
DOA_{it}	: Doações às campanhas eleitorais da firma i no ano t ;
$LnTAM_{it}$: Logaritmo do total de ativos da firma i no ano t ;
SET_i	: <i>Dummy</i> do setor da firma i ;
NGC_{it}	: <i>Dummy</i> do nível de governança corporativa da firma i no ano t .

4 Apresentação e Análise dos Resultados

Esta seção apresenta e explora os resultados empíricos obtidos nesta pesquisa por meio do software *Stata* versão 14. Ela está estruturada em três partes. Na primeira são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis de estudo. Na segunda seção são analisadas as variáveis doações às campanhas eleitorais, financiamento obtido no BNDES, participação societária do BNDESPar e grau de internacionalização. Na terceira seção são analisados os resultados e as evidências encontradas para os três modelos apresentados nesta pesquisa, com base nos fundamentos teóricos que embasam este estudo.

4.1 Estatísticas Descritivas

O Apêndice 1 apresenta as 274 firmas da amostra deste estudo. Com o intuito de aprofundar o entendimento do comportamento destas empresas e das variáveis estudadas, foi realizada uma análise descritiva das mesmas.

A estatística descritiva das variáveis dependentes, independentes e de controle, assim como o número de observações (N), os limites mínimos e máximos, a média, a mediana, o desvio padrão (DP) e os coeficientes de variação (CV) dos dados observados estão retratados na Tabela 9.

Tabela 9 – Estatísticas descritivas da amostra

Variável	N	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	DP	CV
LnBND	822	0	21,9940	4,2415	0	7,3562	1,7343
BNP	822	0	1	0,3175	0	0,4658	1,4670
INT	822	0	0,5690	0,0161	0	0,0714	4,4419
LnTAM	822	0	20,9130	11,5520	13,2050	5,2487	0,4543
DOA	822	0	386,8429	2,0198	0	15,5354	7,6914
LnDOA	822	0	19,7735	4,7336	0	6,4014	1,3523
DUMSET_BENS	822	0	1	0,1314	0	0,3380	2,5728
DUMSET_CO_CI	822	0	1	0,2810	0	0,4498	1,6005
DUMSET_CO_NCI	822	0	1	0,0839	0	0,2775	3,3055
DUMSET_FIN	822	0	1	0,2774	0	0,4480	1,6151
DUMSET_MAT_BA	822	0	1	0,1168	0	0,3214	2,7517
DUMSET_PETR	822	0	1	0,0182	0	0,1339	7,3393
DUMSET_SAU	822	0	1	0,0584	0	0,2346	4,0180
DUMSET_TI	822	0	1	0,0292	0	0,1685	5,7698
DUMGOV_NM	822	0	1	0,3869	0	0,4873	1,2597

DUMGOV_N1	822	0	1	0,0620	0	0,2414	3,8905
DUMGOV_N2	822	0	1	0,0364	0	0,1876	5,1412
DUMGOV_MA	822	0	1	0,0438	0	0,2048	4,6755
DUMGOV_M2	822	0	1	0,0036	0	0,0603	16,5330

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: N: Número de observações; DP: Desvio Padrão; CV: Coeficiente de variação. LnBND é o logaritmo dos financiamentos no BNDES; BNP é a variável *dummy* da participação societária do BNDESPar; INT é o grau de internacionalização; LnTAM é o logaritmo do tamanho das firmas; DOA representa as doações às campanhas eleitorais; LnDOA é o logaritmo das doações às campanhas eleitorais; DUMSET_BENS é a variável *dummy* do setor de bens industriais; DUMSET_CO_CI é a variável *dummy* do setor de consumo cíclico; DUMSET_CO_NCI é a variável *dummy* do setor de consumo não cíclico; DUMSET_FIN é a variável *dummy* do setor financeiro; DUMSET_MAT_BA é a variável *dummy* do setor de materiais básicos; DUMSET_PETR é a variável *dummy* do setor de petróleo, gás e combustíveis; DUMSET_SAU é a variável *dummy* do setor de saúde; DUMSET_TI é a variável *dummy* do setor de tecnologia da informação. DUMGOV_NM é a variável *dummy* do Novo Mercado; DUMGOV_N1 é a variável *dummy* do Nível 1; DUMGOV_N2 é a variável *dummy* do Nível 2; DUMGOV_MA é a variável *dummy* do Bovespa Mais; e DUMGOV_M2 é a variável *dummy* do Bovespa Mais Nível 2.

Os dados coletados contêm 274 empresas em três ciclos eleitorais (2007-2010, 2011-2014, 2015-2016), contemplando, portanto, 822 observações para cada variável.

Dentre as principais variáveis do estudo, o grau de internacionalização (INT) e as doações às campanhas eleitorais (DOA) são as que apresentaram as maiores variabilidades em relação à média, expressas pelo coeficiente de variação (CV), indicando uma possível amostra heterogênea.

A Tabela 10 apresenta a matriz de correlação para as principais variáveis da amostra.

Tabela 10 – Matriz de correlação para as principais variáveis de pesquisa

Variáveis	LnBND	BNP	INT	LnTAM	DOA	LnDOA
LnBND	1,0000					
BNP	0,8402	1,0000				
INT	0,2555	0,2682	1,0000			
LnTAM	0,2154	0,2230	0,1983	1,0000		
DOA	0,1765	0,1443	0,3808	0,1571	1,0000	
LnDOA	0,5098	0,4438	0,2553	0,3874	0,2612	1,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa

Nota: LnBND é o logaritmo dos financiamentos no BNDES; BNP é a variável *dummy* da participação societária do BNDESPar; INT é o grau de internacionalização; LnTAM é o logaritmo do tamanho das firmas; DOA representa as doações às campanhas eleitorais; e LnDOA é o logaritmo das doações às campanhas eleitorais.

Segundo Dancey e Reidy (2006), um coeficiente de correlação de 0,10 até 0,39 pode ser considerado fraco; de 0,40 até 0,69 indica uma correlação moderada; e de 0,70 até 1,00, uma

correlação forte. Se o coeficiente de correlação entre duas variáveis for positivo, elas variam na mesma direção, caso contrário, a variação ocorre na direção oposta.

De acordo com esta concepção, a correlação entre o logaritmo dos financiamentos do BNDES (LnBND) e as participações societárias do BNDESPar (BNP) pode ser considerada positiva e forte. Esta relação é, de certa forma esperada, pois tratam-se de operações do mesmo grupo. A conexão entre estas duas variáveis, no entanto, não será abordada neste trabalho.

Das variáveis dependentes testadas, o logaritmo dos financiamentos do BNDES (LnBND) e as participações societárias do BNDESPar (BNP) possuem correlação positiva e moderada com o logaritmo das doações eleitorais (LnDOA). Por outro lado, o grau de internacionalização (INT) possui correlação positiva e fraca com o logaritmo das doações eleitorais (LnDOA); entretanto, possui coeficiente de correlação próximo de moderado e positivo com as doações eleitorais (DOA), indicando que esta pode se adequar melhor ao modelo do grau de internacionalização.

4.2 Análise das Variáveis

4.2.1 Análise da Variável de Doações às Campanhas Eleitorais

A partir dos dados da Tabela 4, detalham-se as doações às campanhas eleitorais de 2006, 2010 e 2014 pelas firmas da amostra na Tabela 11.

Tabela 11 – Doações para as eleições de 2006, 2010 e 2014 pelas firmas da amostra

Amostra	Eleição			
	2006	2010	2014	Total
Quantidade de firmas doadoras (unidade)	102	112	88	140
Total de doações às campanhas eleitorais (bilhões de reais)	0,191	0,511	0,958	1,660
Média de doação por firma doadora (milhões de reais)	1,873	4,563	10,886	11,429

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: O número total de empresas que contribuíram às campanhas eleitorais não é igual à soma do número de firmas que doaram nas três eleições, pois algumas doaram em mais de um pleito.

Por meio dos dados apresentados na Tabela 11, verifica-se que, embora a quantidade de organizações doadoras tenha oscilado ao longo dos três pleitos eleitorais, tem havido uma destinação crescente de recursos formais, tanto do montante total quanto da média doada por empresa, às campanhas eleitorais.

A Tabela 12 apresenta a evolução temporal das contribuições dos cinco maiores doadores, considerando-se o montante total oferecido nas três campanhas eleitorais. Com exceção da Gerdau, que diminuiu o valor doado entre os pleitos de 2010 e 2014, a JBS, o Bradesco, a Vale e a Ambev concederam montantes crescentes às campanhas eleitorais de 2006 a 2014. Em termos da participação no total de contribuições, a JBS destaca-se das demais organizações ao ampliar sua presença na amostra de 6,6% (2006) para 40,4% (2014).

Tabela 12 – Os cinco maiores doadores da amostra para as campanhas eleitorais de 2006, 2010 e 2014

Doações Eleitorais		Eleição			
		2006	2010	2014	Total
JBS	Doação (bilhões de reais)	0,012	0,074	0,386	0,474
	%	6,6%	14,6%	40,4%	28,6%
Bradesco	Doação (bilhões de reais)	0,022	0,094	0,101	0,216
	%	11,3%	18,4%	10,5%	13,0%
Vale	Doação (bilhões de reais)	0,030	0,059	0,079	0,168
	%	15,5%	11,5%	8,3%	10,1%
Ambev	Doação (bilhões de reais)	0,010	0,015	0,057	0,082
	%	5,2%	2,9%	6,0%	4,9%
Gerdau	Doação (bilhões de reais)	0,018	0,034	0,028	0,080
	%	9,6%	6,6%	2,9%	4,8%
Demais firmas	Doação (bilhões de reais)	0,099	0,235	0,306	0,640
	%	51,8%	45,9%	32,0%	38,6%
Total	Doação (bilhões de reais)	0,191	0,511	0,958	1,660
	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

4.2.2 Análise da Variável de Financiamento Obtido no BNDES

A partir dos dados da Tabela 6, apresenta-se a evolução temporal dos financiamentos obtidos no BNDES nos três ciclos eleitorais (Tabela 13). Verifica-se que houve uma expressiva redução, tanto do montante médio anual ofertado pelo BNDES, quanto no número de empresas que receberam financiamentos do BNDES, no ciclo eleitoral 2015-2016. Segundo Puga e Gabrielli (2018), a forte queda dos investimentos e dos desembolsos do BNDES de 2015 a 2016 foi afetada pela conjuntura político-econômica do período, marcada pela deterioração das contas públicas, pela recessão econômica em 2015 e 2016 e a pela perda do *investment grade* do Brasil.

Tabela 13 – Financiamentos obtidos no BNDES pelas firmas da amostra nos três ciclos eleitorais

Amostra	Ciclo Eleitoral			
	2007-2010	2011-2014	2015-2016	Total
Quantidade de firmas que receberam financiamentos do BNDES (unidade)	79	79	51	92
Média anual dos financiamentos recebidos pelas firmas da amostra (bilhões de reais)	8,459	12,588	2,728	8,964
Média de financiamento recebido por firma e por ano (bilhões de reais)	0,107	0,159	0,053	0,097

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: O número total de empresas que receberam financiamentos do BNDES não é igual à quantidade de firmas nos três ciclos eleitorais, pois algumas receberam créditos em mais de um ciclo.

A Tabela 14 retrata a visão das cinco firmas da amostra que mais receberam financiamentos do BNDES nos três ciclos eleitorais. No que se refere ao acesso ao crédito do BNDES, todas as organizações foram afetadas pela queda dos investimentos do BNDES no ciclo eleitoral de 2015-2016. Dentre as cinco firmas analisadas, a Vale foi a mais sensibilizada pela crise, reduzindo a média de financiamento anual no BNDES de R\$ 3,565 bilhões (2011-2014) para R\$ 19 milhões (2015-2016).

Tabela 14 – As cinco firmas da amostra que receberam os maiores financiamentos do BNDES no período

Média dos financiamentos anuais com o BNDES		Ciclo Eleitoral			
		2007-2010	2011-2014	2015-2016	Total
Vale	Montante (bilhões de reais)	1,506	3,565	0,019	2,032
	%	17,8%	28,3%	0,7%	22,7%
Braskem	Montante (bilhões de reais)	0,528	0,814	0,290	0,595
	%	6,2%	6,5%	10,6%	6,6%
Cosan	Montante (bilhões de reais)	0,474	0,904	0,214	0,594
	%	5,6%	7,2%	7,9%	6,6%
Klabin	Montante (bilhões de reais)	0,169	1,221	0,171	0,59
	%	2,0%	9,7%	6,3%	6,6%
Suzano Papel	Montante (bilhões de reais)	0,682	0,370	0,132	0,447
	%	8,1%	2,9%	4,8%	5,0 %
Demais firmas	Montante (bilhões de reais)	5,100	5,713	1,902	4,706
	%	60,3%	45,4%	69,7%	52,5%
Total	Montante (bilhões de reais)	8,459	12,588	2,728	8,964
	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: O montante total dos financiamentos do BNDES reflete a média anual recebida por cada firma. Por isso, não é igual à soma dos ciclos eleitorais.

4.2.3 Análise da Variável de Participação Societária do BNDESPar

Com base na Tabela 7, verifica-se a movimentação temporal das participações societárias do BNDESPar nas firmas da amostra (Tabela 15). Assim como nos investimentos do BNDES, verifica-se uma redução na quantidade de firmas investidas pelo BNDESPar, também influenciada pela conjuntura político-econômica desfavorável do período 2015 a 2016 (Puga & Gabrielli, 2018).

Tabela 15 – Participações societárias do BNDESPar nas firmas da amostra nos três ciclos eleitorais

Amostra	Ciclo Eleitoral			
	2007-2010	2011-2014	2015-2016	Total
Quantidade de firmas com participações societárias do BNDESPar (unidade)	46	40	39	58

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: O número total de empresas que receberam investimentos do BNDESPar não é igual ao número de firmas dos ciclos eleitorais, pois algumas podem aparecer em duplicidade.

4.2.4 Análise da Variável de Grau de Internacionalização

A Tabela 16 apresenta o desempenho do grau de internacionalização das organizações da amostra, medido por meio do índice de transnacionalização da UNCTAD, com base na Tabela 8. Como pode ser observado, tanto a quantidade de empresas quanto o índice médio de internacionalização da UNCTAD expandiram-se durante o período analisado (2007 a 2016), evidenciando a ampliação do grau de internacionalização neste intervalo temporal.

Tabela 16 – Grau de internacionalização das firmas da amostra nos três ciclos eleitorais

Amostra	Ciclo Eleitoral			
	2007-2010	2011-2014	2015-2016	Total
Quantidade de firmas (unidade)	23	24	26	33
Índice médio de transnacionalização da UNCTAD	7,98%	13,97%	18,11%	13,35%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: A quantidade de empresas não é igual à soma dos períodos, pois algumas firmas estão presentes em mais de um período.

A Tabela 17 apresenta as cinco firmas da amostra com o maior grau de internacionalização durante três ciclos eleitorais. Dentre as cinco empresas analisadas no período, destacam-se duas do setor de consumo (JBS e Marfrig) e uma do setor industrial (Metalfrio), que passaram por um intenso processo de internacionalização entre o primeiro ciclo

eleitoral e o terceiro ciclo eleitoral. Por outro lado, a Vale reduziu sua exposição internacional durante o mesmo período.

Tabela 17 – As cinco firmas da amostra com o maior grau de internacionalização no período

Firmas	Ciclo Eleitoral			
	2007-2010	2011-2014	2015-2016	Média
Gerdau	51.7%	51.7%	56.9%	53.4%
JBS	15.4%	55.6%	53.2%	41.4%
Marfrig	27.5%	43.7%	52.8%	41.3%
Metafrio	19.3%	44.5%	45.7%	36.5%
Vale	34.8%	28.6%	29.2%	30.9%
Demais firmas	0.5%	0.9%	1.3%	0.9%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

4.3 Análise dos Modelos Econométricos

Com o intuito de analisar os efeitos das conexões políticas nas organizações foram realizados testes de análise de regressão com dados em painel – métodos de mínimos quadrados ordinários (MQO), efeitos fixos e efeitos aleatórios – para os três modelos de regressão propostos neste trabalho.

4.3.1 Primeiro Pannel: Financiamento Obtido no BNDES

4.3.1.1 Seleção e Análise do Modelo

Para a seleção do método mais adequado para este estudo, foram realizados três testes:

- Teste de *Chow*, utilizado para a seleção entre os modelos de efeitos fixos e o MQO e que testa a hipótese nula a favor do MQO, apresentou p-valor (Prob>F) nulo. Como a hipótese nula foi rejeitada, o modelo de efeitos fixos mostra-se o mais adequado;
- Teste de *Breusch-Pagan*, utilizado para a seleção entre os modelos de efeitos aleatórios e o MQO e que testa a hipótese nula a favor do MQO, apresentou p-valor (Prob>F) nulo. Como a hipótese nula foi rejeitada, o modelo de efeitos aleatórios mostra-se o mais adequado;
- Teste de *Hausman*, utilizado para a seleção entre os modelos de efeitos fixos e aleatórios e que testa a hipótese nula a favor dos efeitos aleatórios, apresentou p-

valor (Prob>F) nulo. Como a hipótese nula foi rejeitada, o modelo de efeitos fixos mostra-se o mais adequado.

Desta forma, o modelo de efeitos fixos mostra-se o mais apropriado para o estudo da variável financiamento obtido no BNDES. Considerando-se este diagnóstico, são apresentados na Tabela 18 os resultados obtidos por meio do teste desta variável através da equação (4).

Tabela 18 - Estimação do primeiro painel pelo método de efeitos fixos

	Coefficiente	DP	t	P> t 	IC-95%	
LnTAM	-0,1656	0,0442	-3,75	0,000 ***	-0,2524	-0,0789
LnDOA	0,1596	0,0446	3,57	0,000 ***	0,0719	0,2473
Const	5,3996	0,5569	9,70	0,000 ***	4,3057	6,4935
R ² <i>within</i>						0,0443
R ² <i>between</i>						0,1387
R ² <i>overall</i>						0,1001
F(2,546)						12,66
Prob > F						0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: DP: Desvio Padrão; t: estatística t de *student*; P>| t |: p-valor da estatística t; e IC-95%: intervalo de confiança de 95%. Variáveis: LnTAM é o logaritmo natural do tamanho das firmas; e LnDOA é o logaritmo natural das doações às campanhas eleitorais pelas firmas. As variáveis DUMSET_BENS, DUMSET_CO_CI, DUMSET_CO_NCI, DUMSET_FIN, DUMSET_MAT_BA, DUMSET_PETR, DUMSET_SAU, DUMSET_TI, DUMGOV_NM, DUMGOV_N1, DUMGOV_N2, DUMGOV_MA e DUMGOV_M2 são omitidas por colinearidade. 822 observações. 274 grupos. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%. O Apêndice 2 apresenta os dados de saída deste teste.

O teste de regressão da variável independente LnDOA (logaritmo das doações às campanhas eleitorais) confirmou o efeito esperado pela hipótese H₁, apresentando-se como positivo e significativo a 1% (p-valor nulo), sugerindo que há indícios de que foi encontrada uma relação direta entre as conexões políticas, mensuradas por meio da *proxy* doações eleitorais (LnDOA), e o volume de crédito recebido do BNDES. A variável de controle tamanho (LnTAM), embora seja significativa a 1% (p-valor nulo), apresentou-se como negativa, sugerindo uma relação inversa com os financiamentos recebidos do BNDES. As variáveis *dummies* foram omitidas, pois o modelo de efeitos fixos desconsidera variáveis que não mudam ao longo do tempo (Gujarati e Porter, 2011), como o setor e o nível de governança corporativa.

O próximo passo resume-se à verificação dos pressupostos da regressão, a fim de garantir a robustez dos estimadores.

4.3.1.2 Testes de Validação do Modelo

São aplicados os testes de validação das regressões. Os resultados são exibidos a seguir, acompanhados das interpretações.

4.3.1.2.1 Teste de Multicolinearidade

Na Tabela 19 são exibidos os resultados do teste VIF para as principais variáveis do modelo.

Tabela 19 – Resultado do teste VIF para o primeiro painel	
Variável	VIF
LnTAM	1,40
LnDOA	1,30

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: Não foram consideradas as variáveis *dummies*.

O teste VIF retorna valores próximos de 1. Gujarati e Porter (2011) apontam valores acima de 10 como críticos, embora valores acima de 5 possam indicar a existência de multicolinearidade. Nesse sentido, é possível verificar que não há problema de multicolinearidade nas variáveis do modelo da pesquisa para o primeiro painel.

4.3.1.2.2 Teste de Normalidade

Os resíduos do modelo de regressão foram submetidos ao teste de normalidade de *Jarque-Bera*, em que a hipótese nula pressupõe a ausência de normalidade. Os resultados são apresentados na Tabela 20.

Tabela 20 – Resultado do teste de Jarque-Bera para o primeiro painel	
Estatística	Coefficiente
Pr(Skewness)	0,0000
Pr(Kurtosis)	0,0021
P > Chi ²	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: P > Chi²: p-valor.

Como o p-valor é nulo, rejeita-se H₀. Desta forma, há indícios de que os resíduos não possuem distribuição normal, caso em que Gujarati e Porter (2011) sugerem a utilização de métodos robustos de estimação.

4.3.1.2.3 Teste de Autocorrelação dos Resíduos

Para o teste da autocorrelação de resíduos, aplicou-se o modelo de *Breusch-Godfrey* para dados em painel, na qual a hipótese nula pressupõe a ausência de correlação serial. A Tabela 21 ilustra o resultado do referido teste.

Tabela 21 – Resultado do teste de *Breusch-Godfrey* para o primeiro painel

Estatística	Coefficiente
F-Test	31,2392
p-valor	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Sendo o p-valor nulo, rejeita-se a hipótese nula, indício de uma possível correlação serial na regressão do modelo por efeitos fixos. Para Hoechle (2007), o estimador de *Driscoll-Kraay* pode ser utilizado para a correção da correlação serial na regressão.

4.3.1.2.4 Teste de Heterocedasticidade

No que se refere à heterocedasticidade, optou-se pela realização do teste de *White*. Neste teste, a hipótese nula pressupõe a ausência de heterocedasticidade. O resultado encontra-se na Tabela 22.

Tabela 22 – Resultado do teste de *White* para o primeiro painel

Estatística	Coefficiente
Chi ²	203,9162
P > Chi ²	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Chi²: estatística Chi²; e P > Chi²: p-valor da estatística Chi².

Sendo o p-valor nulo, rejeita-se a hipótese nula, fato que indica a possível presença de heterocedasticidade no modelo. Para o ajuste da heterocedasticidade podem ser utilizados os modelos robustos de *Huber-White* (Wooldridge, 2010) e de *Driscoll-Kraay* (Hoechle, 2007).

4.3.1.3 Métodos Robustos

Diante do cenário de violação de pressupostos, como o da homocedasticidade e da ausência de autocorrelação dos resíduos, medidas corretivas podem ser necessárias, como, por exemplo, a adoção de modelos com erro padrão robusto (Gujarati & Porter, 2011). Dentre os modelos testados neste trabalho estão os de *Huber-White* e *Driscoll-Kraay*. Os resultados destes testes estão apresentados nas Tabelas 23 e 24, respectivamente.

Tabela 23 - Estimação do primeiro painel pelo método de efeitos fixos com erro padrão robusto (*Huber-White*)

	Coefficiente	DP	t	P> t 	IC-95%	
LnTAM	-0,1656	0,0479	-3,45	0,001 ***	-0,2600	-0,0712
LnDOA	0,1596	0,0482	3,31	0,001 ***	0,0647	0,2544
Const	5,3996	0,5679	9,51	0,000 ***	4,2815	6,5177
R ² within						0,0443
R ² between						0,1387
R ² overall						0,1001
F(2,273)						10,01
Prob > F						0,0001

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: DP: Desvio Padrão; t: estatística t de *student*; P>| t |: p-valor da estatística t; e IC-95%: intervalo de confiança de 95%. Variáveis: LnTAM é o logaritmo natural do tamanho das firmas; e LnDOA é o logaritmo natural das doações às campanhas eleitorais pelas firmas. Modelo *fixed-effects (within) regression* com correção robusta de *Huber-White*. As variáveis DUMSET_BENS, DUMSET_CO_CI, DUMSET_CO_NCI, DUMSET_FIN, DUMSET_MAT_BA, DUMSET_PETR, DUMSET_SAU, DUMSET_TI, DUMGOV_NM, DUMGOV_N1, DUMGOV_N2, DUMGOV_MA e DUMGOV_M2 são omitidas por colinearidade. 822 observações. 274 grupos. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%. O Apêndice 3 apresenta os dados de saída deste teste.

Tabela 24 - Estimação do primeiro painel pelo método de efeitos fixos com erro padrão robusto (*Driscoll-Kraay*)

	Coefficiente	DP	t	P> t 	IC-95%	
LnTAM	-0,1656	0,0421	-3,93	0,000 ***	-0,2485	-0,0828
LnDOA	0,1596	0,0271	5,88	0,000 ***	0,1062	0,2130
Const	5,3996	0,3161	17,08	0,000 ***	4,7771	6,0221
R ² within						0,0443
F(15,273)						110,14
Prob > F						0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: DP: Desvio Padrão; t: estatística t de *student*; P>| t |: p-valor da estatística t; e IC-95%: intervalo de confiança de 95%. Variáveis: LnTAM é o logaritmo natural do tamanho das firmas; e LnDOA é o logaritmo natural das doações às campanhas eleitorais pelas firmas. Modelo *fixed-effects (within) regression* com correção robusta de *Driscoll-Kraay*. As variáveis DUMSET_BENS, DUMSET_CO_CI, DUMSET_CO_NCI, DUMSET_FIN, DUMSET_MAT_BA, DUMSET_PETR, DUMSET_SAU, DUMSET_TI, DUMGOV_NM, DUMGOV_N1, DUMGOV_N2, DUMGOV_MA e DUMGOV_M2 são omitidas por colinearidade. 822 observações. 274 grupos. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%. O Apêndice 4 apresenta os dados de saída deste teste.

De acordo com as informações das Tabelas 23 e 24, ao nível de 1% de significância, os resultados obtidos com o método de efeitos fixos com erro padrão robusto de *Huber-White* e de *Driscoll-Kraay*, para a variável independente logaritmo das doações às campanhas eleitorais (LnDOA), reafirmam os obtidos pelo método de efeitos fixos (Tabela 18). Isto posto, confirma-se o efeito esperado pela hipótese H₁, sugerindo que foi encontrada uma relação direta e positiva entre as conexões políticas, estimada por meio da *proxy* doações eleitorais (LnDOA) e o volume de crédito do BNDES recebido pelas firmas.

Estes resultados corroboram os estudos de Lazzarini *et al.* (2011), que encontraram indícios da influência do financiamento eleitoral nos desembolsos do BNDES, de Rocha (2011), que encontrou uma correlação próxima de forte entre financiamento de campanha e acesso ao BNDES, de Sztutman e Aldrighi (2013), que encontraram evidências de que doações a candidatos influenciam positivamente o acesso ao crédito do BNDES, e de Lopes (2016), que encontrou indícios de que as doações às campanhas eleitorais para os partidos ligados ao do presidente da república influenciam positivamente o montante de empréstimos do BNDES. Estes estudos, embora tenham utilizado amostras, períodos ou modelos econométricos distintos dos propostos neste trabalho, também encontraram variáveis de conexões políticas significantes.

Por outro lado, os efeitos apresentados divergem dos obtidos por Astorino (2015), que não encontrou significância estatística entre as variáveis de estudo e os indicadores de acesso ao crédito do BNDES. Uma das razões que pode explicar esta divergência refere-se ao fato de que a pesquisadora utilizou como *proxy* das conexões políticas a variável binária de presença de membros no conselho de administração que já ocuparam cargos de direção no BNDES.

Com relação à variável de controle tamanho (LnTAM), embora seja significativa a 1% (p-valor nulo), esta apresentou-se como negativa, sugerindo que, quanto maior for o tamanho da firma, menor será o valor do financiamento obtido no BNDES. As variáveis *dummies* foram omitidas, pois o modelo de efeitos fixos não considera as variáveis invariantes no tempo (Gujarati e Porter, 2011).

4.3.2 Segundo Painel: Participação Societária do BNDESPar

4.3.2.1 Seleção e Análise do Modelo

Para a seleção da abordagem mais adequada para este estudo foram realizados três testes:

- Teste de *Chow*, utilizado para a escolha entre os modelos de efeitos fixos e o MQO e que testa a hipótese nula a favor do MQO. Como a hipótese nula foi rejeitada, o modelo de efeitos fixos apresenta-se como o mais conveniente;
- Teste de *Breusch-Pagan*, utilizado para a triagem entre os modelos de efeitos aleatórios e o MQO e que testa a hipótese nula a favor do MQO, apresentou p-valor (Prob>F) nulo. Como a hipótese nula foi rejeitada, o modelo de efeitos aleatórios exibe-se como o mais adequado;
- Teste de *Hausman*, utilizado para a seleção entre os modelos de efeitos fixos e aleatórios e que testa a hipótese nula a favor dos efeitos aleatórios, também

apresentou p-valor ($\text{Prob} > F$) nulo. Como a hipótese nula foi rejeitada, a estimação de efeitos fixos mostra-se a mais adequada.

Sendo assim, o modelo de efeitos fixos apresenta-se como o mais oportuno para o estudo da variável participação societária do BNDESPar. Considerando-se esta análise, são apresentados os resultados obtidos na Tabela 25.

Tabela 25 - Estimação do segundo painel pelo método de efeitos fixos

	Coefficiente	DP	t	P> t 	IC-95%	
LnTAM	-0,0047	0,0026	-1,78	0,076 *	-0,0099	0,0005
LnDOA	0,0044	0,0027	1,65	0,099 *	0,0008	0,0097
Const	0,3510	0,0334	10,50	0,000 ***	0,2853	0,4167
R ² within						0,0101
R ² between						0,0925
R ² overall						0,0572
F(2,546)						2,78
Prob > F						0,0627

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: DP: Desvio Padrão; t: estatística t de *student*; P>| t |: p-valor da estatística t; e IC-95%: intervalo de confiança de 95%. Variáveis: LnTAM é o logaritmo natural do tamanho das firmas; e LnDOA é o logaritmo natural das doações às campanhas eleitorais pelas firmas. As variáveis DUMSET_BENS, DUMSET_CO_CI, DUMSET_CO_NCI, DUMSET_FIN, DUMSET_MAT_BA, DUMSET_PETR, DUMSET_SAU, DUMSET_TI, DUMGOV_NM, DUMGOV_N1, DUMGOV_N2, DUMGOV_MA, DUMGOV_M2 são omitidas por colinearidade. 822 observações. 274 grupos. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%. O Apêndice 5 apresenta os dados de saída deste teste.

A variável independente logaritmo das doações às campanhas eleitorais (LnDOA), *proxy* das conexões políticas, se mostrou significativa ao nível de 10% (p-valor=0,099) e com sinal positivo, sugerindo que há indícios de que foi encontrada uma relação positiva entre as doações eleitorais (LnDOA) e o volume de participação societária do BNDESPar, conforme esperado pela hipótese H₂. A variável de controle tamanho (LnTAM), embora tenha se apresentado como significativa a 10% (p-valor=0,076), demonstrou-se negativa, sugerindo que, quanto maior for o tamanho da empresa, menor será o volume recebido de participações societárias do BNDESPar.

O próximo passo resume-se à verificação dos pressupostos da regressão, a fim de garantir a robustez dos estimadores.

4.3.2.2 Testes de Validação do Modelo

São aplicados os testes de validação das regressões. Os resultados, assim como sua análise, são exibidos a seguir.

4.3.2.2.1 Teste de Multicolinearidade

Na Tabela 26 são exibidos os resultados do teste VIF para as principais variáveis do modelo.

Tabela 26 – Resultado do teste VIF para o segundo painel

Variável	VIF
LnTAM	1,40
LnDOA	1,30

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: Não foram consideradas as variáveis *dummies*.

Como o teste VIF retorna valores próximos de 1, não há indícios de que a amostra apresente multicolinearidade. Dessa forma, não há necessidade de substituição dos regressores.

4.3.2.2.2 Teste de Normalidade

Os resíduos da regressão do modelo foram submetidos ao teste de normalidade de *Jarque-Bera*. Os resultados são demonstrados na Tabela 27.

Tabela 27 – Resultado do teste de *Jarque-Bera* para o segundo painel

Estatística	Coefficiente
Pr(Skewness)	0,0000
Pr(Kurtosis)	0,0000
P > Chi ²	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: P > Chi²: p-valor

Como o p-valor é nulo, há indícios de que os resíduos da regressão não possuem distribuição normal. Para este cenário, Gujarati e Porter (2011) sugerem a utilização de métodos robustos de estimação.

4.3.2.2.3 Teste de Autocorrelação dos Resíduos

Para a autocorrelação, aplicou-se o teste de *Breusch-Godfrey*, na qual a hipótese nula pressupõe a ausência de correlação serial. A Tabela 28 ilustra o resultado do teste.

Tabela 28 – Resultado do teste de *Breusch-Godfrey* para o segundo painel

Estatística	Coefficiente
F-Test	31,0000
p-valor	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: Durbin-Watson: estatística Durbin-Watson; e $P > |t|$: p-valor da estatística t.

Sendo o p-valor nulo, rejeita-se a hipótese nula. Tal fato indica uma possível correlação serial na regressão do modelo por efeitos fixos.

4.3.2.2.4 Teste de Heterocedasticidade

Para a heterocedasticidade, optou-se pela realização do teste de *White*, cuja hipótese nula pressupõe a sua ausência. O resultado deste teste encontra-se na Tabela 29.

Tabela 29 – Resultado do teste de *White* para o segundo painel

Estatística	Coefficiente
Chi^2	234,1923
$P > \text{Chi}^2$	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Chi^2 : estatística Chi^2 ; e $P > \text{Chi}^2$: p-valor da estatística Chi^2 .

Sendo o p-valor nulo, rejeita-se a hipótese nula, indicando a possível presença de heterocedasticidade no modelo proposto no segundo painel.

4.3.2.3 Métodos Robustos

Como decorrência da violação de pressupostos do modelo, Gujarati e Porter (2011) sugerem medidas corretivas como a adoção de modelos com erro padrão robusto. Nesta pesquisa serão utilizados os modelos de *Huber-White* (Tabela 30) e *Driscoll-Kraay* (Tabela 31).

Tabela 30 - Estimação do segundo painel pelo método de efeitos fixos com erro padrão robusto (*Huber-White*)

	Coefficiente	DP	t	P> t 	IC-95%	
LnTAM	-0,0047	0,0027	-1,72	0,086 *	-0,0101	0,0007
LnDOA	0,0044	0,0029	1,52	0,130	0,0013	0,0102
Const	0,3510	0,0340	10,32	0,000 ***	0,2841	0,4180
R ² <i>within</i>						0,0101
R ² <i>between</i>						0,0925
R ² <i>overall</i>						0,0572
F(2,273)						2,53
Prob > F						0,0811

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: DP: Desvio Padrão; t: estatística t de *student*; P>| t |: p-valor da estatística t; e IC-95%: intervalo de confiança de 95%. Variáveis: LnTAM é o logaritmo natural do tamanho das firmas; e LnDOA é o logaritmo natural das doações às campanhas eleitorais pelas firmas. Modelo *fixed-effects (within) regression* com correção robusta de *Huber-White*. As variáveis DUMSET_BENS, DUMSET_CO_CI, DUMSET_CO_NCI, DUMSET_FIN, DUMSET_MAT_BA, DUMSET_PETR, DUMSET_SAU, DUMSET_TI, DUMGOV_NM, DUMGOV_N1, DUMGOV_N2, DUMGOV_MA e DUMGOV_M2 são omitidas por colinearidade. 822 observações. 274 grupos. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%. O Apêndice 6 apresenta os dados de saída deste teste.

Tabela 31 - Estimação do segundo painel pelo método de efeitos fixos com erro padrão robusto(*Driscoll-Kraay*)

	Coefficiente	DP	t	P> t 	IC-95%	
LnTAM	-0,0047	0,0009	-4,90	0,000 ***	-0,0066	-0,0028
LnDOA	0,0044	0,0011	4,16	0,000 ***	0,0023	0,0065
Const	0,3510	0,0029	120,91	0,000 ***	0,3453	0,3568
R ² <i>within</i>						0,0101
F(15,273)						77,58
Prob > F						0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: DP: Desvio Padrão; t: estatística t de *student*; P>| t |: p-valor da estatística t; e IC-95%: intervalo de confiança de 95%. Variáveis: LnTAM é o logaritmo natural do tamanho das firmas; e LnDOA é o logaritmo natural das doações às campanhas eleitorais pelas firmas. Modelo *fixed-effects (within) regression* com correção robusta de *Driscoll-Kraay*. As variáveis DUMSET_BENS, DUMSET_CO_CI, DUMSET_CO_NCI, DUMSET_FIN, DUMSET_MAT_BA, DUMSET_PETR, DUMSET_SAU, DUMSET_TI, DUMGOV_NM, DUMGOV_N1, DUMGOV_N2, DUMGOV_MA e DUMGOV_M2 são omitidas por colinearidade. 822 observações. 274 grupos. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%. O Apêndice 7 apresenta os dados de saída deste teste.

Como pode ser observado na Tabela 30, por meio da utilização do método de efeitos fixos com erro padrão robusto de *Huber-White*, a variável independente logaritmo das doações às campanhas eleitorais (LnDOA) apresenta-se como não significativa (p-valor=0,130). Por outro lado, com o método de efeitos fixos com erro padrão robusto de *Driscoll-Kraay* (Tabela 31), a variável LnDOA apresenta-se como significativa, ao nível de 1% (p-valor nulo).

O estimador de *Huber-White*, segundo Wooldridge (2010), é geralmente abordado para uso em casos de heterocedasticidade. O estimador *Driscoll-Kraay* é normalmente utilizado em situações de heteroscedasticidade e autocorrelação de resíduos (Hoechle, 2007). Como a amostra deste trabalho demonstrou a possível presença de heterocedasticidade e de

autocorrelação de resíduos, nesta pesquisa opta-se pelos resultados do modelo de *Driscoll-Kraay*.

Mediante o estimador de *Driscoll-Kraay*, confirma-se o efeito esperado pela hipótese H_2 , sugerindo que foi encontrada uma relação direta e positiva entre as conexões políticas, estimada por meio da *proxy* doações eleitorais (LnDOA), e a participação societária do BNDESPar.

Este resultado corrobora o estudo de Lazzarini *et al.* (2011), que analisou as contribuições às campanhas estaduais e federais nas eleições de 2002 e 2006 e sua relação com as participações societárias do BNDESPar, encontrando indícios de que as empresas que mais financiaram campanhas de candidatos vencedores foram as que mais receberam participações do BNDESPar.

Em contrapartida, os resultados deste trabalho divergem de Bueno (2016), que avaliou a hipótese do investimento governamental como consequência do financiamento eleitoral, antes e depois das eleições de 2002, 2006 e 2010, não encontrando evidência suficiente para corroborar a hipótese do trabalho para os anos de 2002 e 2006. Para as eleições de 2010, o estudo apresentou indícios em favor da hipótese do aumento do investimento governamental decorrente da participação das firmas no financiamento de campanhas eleitorais. Duas razões podem explicar esta divergência: (i) o autor utilizou, como variável dependente, a participação do governo como acionista das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, um conceito mais amplo do que o do BNDESPar adotado neste trabalho; e (ii) foi utilizado o método de diferenças em diferenças, um modelo alternativo ao proposto nesta pesquisa.

Com relação à variável de controle tamanho (LnTAM), embora seja significativa a 1% (p-valor nulo), apresentou-se como negativa, sugerindo que há indícios de uma relação inversa com os financiamentos recebidos do BNDES. As variáveis *dummies* foram omitidas, pois o modelo de efeitos fixos não considera as variáveis invariantes no tempo (Gujarati e Porter, 2011).

4.3.3 Terceiro Pannel: Grau de Internacionalização

4.3.3.1 Seleção e Análise do Modelo

Para a seleção da abordagem mais adequada para este estudo foram realizados três testes:

- Teste de *Chow*, utilizado para a seleção entre os modelos de efeitos fixos e MQO e que testa a hipótese nula a favor do MQO, demonstrou um p-valor (Prob>F) nulo.

Como a hipótese nula foi rejeitada, o modelo de efeitos fixos mostra-se o mais apropriado;

- Teste de *Breusch-Pagan*, utilizado para a seleção entre os modelos de efeitos aleatórios e MQO e que testa a hipótese nula a favor do MQO, evidenciou um p-valor ($\text{Prob}>F$) nulo. Como a hipótese nula foi rejeitada, o modelo de efeitos aleatórios mostra-se o mais adequado;
- Teste de *Hausman*, utilizado para a seleção entre os modelos de efeitos fixos e aleatórios e que testa a hipótese nula a favor dos efeitos aleatórios, apresentou p-valor ($\text{Prob}>F$) nulo. Como a hipótese nula foi rejeitada, a estimação de efeitos fixos mostra-se a mais adequada.

Diante deste cenário, o modelo de efeitos fixos mostra-se o mais conveniente para o estudo da variável grau de internacionalização. Considerando-se este diagnóstico, apresentam-se os resultados obtidos na Tabela 32.

Tabela 32 - Estimação do terceiro painel pelo método de efeitos fixos

	Coefficiente	DP	t	P> t 	IC-95%	
LnTAM	0,0008	0,0004	2,13	0,033 **	0,0001	0,0016
DOA	0,0006	0,0001	5,33	0,000 ***	0,0004	0,0008
Const	0,0051	0,0047	1,08	0,283	-0,0042	0,0144
R ² <i>within</i>						0,0591
R ² <i>between</i>						0,2352
R ² <i>overall</i>						0,1642
F(2,546)						17,16
Prob > F						0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: DP: Desvio Padrão; t: estatística t de *student*; P>| t |: p-valor da estatística t; e IC-95%: intervalo de confiança de 95%. Variáveis: LnTAM é o logaritmo natural do tamanho das firmas; DOA é o volume financeiro das doações às campanhas eleitorais pelas firmas (como a variável grau de internacionalização possui correlação positiva e fraca com o logaritmo das doações eleitorais – LnDOA – e correlação positiva e próxima de moderada com as doações eleitorais – DOA –, optou-se pela utilização da variável independente DOA no terceiro painel). As variáveis DUMSET_BENS, DUMSET_CO_CI, DUMSET_CO_NCI, DUMSET_FIN, DUMSET_MAT_BA, DUMSET_PETR, DUMSET_SAU, DUMSET_TI, DUMGOV_NM, DUMGOV_N1, DUMGOV_N2, DUMGOV_MA e DUMGOV_M2 são omitidas por colinearidade. 822 observações. 274 grupos. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%. O Apêndice 8 apresenta os dados de saída deste teste.

O teste de regressão da variável independente DOA (doações às campanhas eleitorais) confirmou o efeito esperado pela hipótese H₃, apresentando-se com valor positivo e significativo a 1% (p-valor nulo), sugerindo que há indícios de que foi encontrada uma relação positiva entre as conexões políticas, mensuradas por meio da *proxy* doações eleitorais (DOA), e o grau de

internacionalização das firmas. O teste de regressão da variável de controle tamanho (LnTAM) também confirmou o efeito esperado, apresentando-se como positivo e significativo a 5% (p-valor=0,033), sugerindo que foi encontrada uma relação direta entre as doações eleitorais (DOA) e o logaritmo natural do tamanho das firmas.

O próximo passo resume-se à verificação dos pressupostos da regressão, a fim de garantir a robustez dos estimadores.

4.3.3.2 Testes de Validação do Modelo

São aplicados os testes de validação das regressões. Os resultados são exibidos a seguir, acompanhados das interpretações.

4.3.3.2.1 Teste de Multicolinearidade

Na Tabela 33 são exibidos os resultados do teste VIF para as principais variáveis do modelo.

Tabela 33 – Resultado do teste VIF para o terceiro painel	
Variável	VIF
LnTAM	1,31
LnDOA	1,06

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: Não foram consideradas as variáveis *dummies*.

O teste VIF retorna valores próximos de 1. Gujarati e Porter (2011) apontam valores acima de 10 como críticos, embora valores acima de 5 já presumam a existência de multicolinearidade. Dentro deste cenário, é possível verificar que não há problema de multicolinearidade nas variáveis do modelo da pesquisa para este painel.

4.3.3.2.2 Teste de Normalidade

Os resíduos da regressão do modelo foram submetidos ao teste *Jarque-Bera* (Tabela 34).

Tabela 34 – Resultado do teste de Jarque-Bera para o terceiro painel	
Estatística	Coefficiente
Pr(Skewness)	0,0000
Pr(Kurtosis)	0,0000
P > Chi ²	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Como o p-valor é nulo há indícios de que os resíduos não possuem distribuição normal, caso em que Gujarati e Porter (2011) aconselham a utilização de métodos robustos de estimação.

4.3.3.2.3 Teste de Autocorrelação dos Resíduos

Para este teste, aplicou-se o modelo de *Breusch-Godfrey*, na qual a hipótese nula pressupõe a ausência de correlação serial. A Tabela 35 apresenta o resultado do teste.

Tabela 35 – Resultado do teste de *Breusch-Godfrey* para o terceiro painel

Estatística	Coefficiente
F-Test	16,3800
p-valor	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Sendo o p-valor nulo, rejeita-se a hipótese nula, que indica uma possível correlação serial na regressão do modelo por efeitos fixos. Hoechle (2007) sugere a utilização do estimador de *Driscoll-Kraay* para uma possível correção da correlação serial nas regressões.

4.3.3.2.4 Teste de Heterocedasticidade

Optou-se pela realização do teste de *White*. Neste teste, a hipótese nula pressupõe a ausência de heterocedasticidade. O resultado encontra-se na Tabela 36.

Tabela 36 – Resultado do teste de *White* para o terceiro painel

Estatística	Coefficiente
Chi ²	267,5124
P > Chi ²	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Chi²: estatística Chi²; e P > Chi²: p-valor da estatística Chi².

Sendo o p-valor nulo, rejeita-se a hipótese nula, indicando a possível presença de heterocedasticidade no modelo. Para o ajuste da heterocedasticidade podem ser utilizados os modelos robustos de *Huber-White* (Wooldridge, 2010) e de *Driscoll-Kraay* (Hoechle, 2007).

4.3.3.3 Métodos Robustos

A seguir são apresentados os resultados dos modelos robustos de *Huber-White* (Tabela 37) e *Driscoll-Kraay* (Tabela 38), utilizados como decorrência da violação de pressupostos da regressão, como o da heterocedasticidade e da ausência de autocorrelação dos resíduos.

Tabela 37 - Estimação do terceiro painel pelo método de efeitos fixos com erro padrão robusto (*Huber-White*)

	Coefficiente	DP	t	P> t 	IC-95%	
LnTAM	0,0008	0,0006	1,42	0,158	-0,0003	0,0020
DOA	0,0006	0,0001	11,41	0,000 ***	0,0005	0,0007
Const	0,0051	0,0069	0,74	0,461	-0,0085	0,0186
R ² <i>within</i>						0,0591
R ² <i>between</i>						0,2352
R ² <i>overall</i>						0,1642
F(2,273)						68,37
Prob > F						0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: DP: Desvio Padrão; t: estatística t de *student*; P>| t |: p-valor da estatística t; e IC-95%: intervalo de confiança de 95%. Variáveis: LnTAM é o logaritmo natural do tamanho das firmas; e DOA é o volume financeiro das doações às campanhas eleitorais pelas firmas. Modelo *fixed-effects (within) regression* com correção robusta de *Huber-White*. As variáveis DUMSET_BENS, DUMSET_CO_CI, DUMSET_CO_NCI, DUMSET_FIN, DUMSET_MAT_BA, DUMSET_PETR, DUMSET_SAU, DUMSET_TI, DUMGOV_NM, DUMGOV_N1, DUMGOV_N2, DUMGOV_MA e DUMGOV_M2 são omitidas por colinearidade. 822 observações. 274 grupos. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%. O Apêndice 9 apresenta os dados de saída deste teste.

Tabela 38 - Estimação do primeiro painel pelo método de efeitos fixos com erro padrão robusto(*Driscoll-Kraay*)

	Coefficiente	DP	t	P> t 	IC-95%	
LnTAM	0,0008	0,0001	8,91	0,000 ***	0,0007	0,0010
DOA	0,0006	0,0003	2,31	0,022 **	0,0001	0,0011
Const	0,0051	0,0033	1,52	0,129	-0,0015	0,0116
R ² <i>within</i>						0,0591
F(15,273)						79,56
Prob > F						0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Nota: DP: Desvio Padrão; t: estatística t de *student*; P>| t |: p-valor da estatística t; e IC-95%: intervalo de confiança de 95%. Variáveis: LnTAM é o logaritmo natural do tamanho das firmas; e DOA é o volume financeiro das doações às campanhas eleitorais pelas firmas. Modelo *fixed-effects (within) regression* com correção robusta de *Driscoll-Kraay*. As variáveis DUMSET_BENS, DUMSET_CO_CI, DUMSET_CO_NCI, DUMSET_FIN, DUMSET_MAT_BA, DUMSET_PETR, DUMSET_SAU, DUMSET_TI, DUMGOV_NM, DUMGOV_N1, DUMGOV_N2, DUMGOV_MA e DUMGOV_M2 são omitidas por colinearidade. 822 observações. 274 grupos. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%. O Apêndice 10 apresenta os dados de saída deste teste.

De acordo com os dados apresentados nas Tabelas 37 e 38, os modelos de efeitos fixos com erro padrão robusto de *Huber-White* e de *Driscoll-Kraay* apresentaram resultados distintos

sobre as variáveis independentes doações às campanhas eleitorais (DOA) e logaritmo natural do tamanho das firmas (LnTAM).

De forma semelhante ao que foi efetuado na seção anterior, opta-se pela utilização dos resultados do modelo de *Driscoll-Kraay* devido ao fato deste estimador ser geralmente mais utilizado nas situações em que há heteroscedasticidade e autocorrelação de resíduos (Hoechle, 2007), caso da amostra utilizada neste trabalho. O estimador de *Huber-White*, por outro lado, é geralmente mais empregado em casos de heterocedasticidade (Wooldridge, 2010).

Por meio do estimador de *Driscoll-Kraay*, ao nível de 5% de significância, os resultados obtidos para a variável independente doações às campanhas eleitorais (DOA) reafirmam os obtidos pelo método de efeitos fixos (Tabela 32). Desta forma, confirma-se o efeito esperado pela hipótese H₃, sugerindo que foi encontrada uma relação positiva entre as conexões políticas, estimada por meio da *proxy* doações eleitorais (DOA), e o grau de internacionalização das empresas, ao nível de 5% de significância.

Estes resultados corroboram os estudos de Holburn e Zelner (2010), que verificaram que, quanto maior for a capacidade política da organização, menor é a sua aversão aos investimentos em países com riscos políticos mais elevados, de Costa, Bandeira-de-Mello e Marcon (2013), que encontraram fortes evidências das conexões políticas como uma explicação plausível à expansão e diversificação dos grupos empresariais brasileiros, de Du e Luo (2016), cuja pesquisa indicou que as conexões políticas desempenham um papel importante na determinação da estratégia de internacionalização das empresas de mercados emergentes, de Fernández-Méndez, Garcia-Canal e Guillen (2016), que avaliaram as conexões políticas de empresas espanholas, encontrando evidências robustas de que as conexões políticas domésticas são uma fonte de conhecimento que pode facilitar a entrada em países estrangeiros, e de Pimentel (2017), que observou que empresas conectadas politicamente envolvem-se mais em estratégias de expansão internacional do que as não conectadas. Embora estes trabalhos tenham utilizado amostras, períodos ou modelos econométricos distintos dos propostos nesta pesquisa, também encontraram variáveis de conexões políticas significantes.

A variável de controle tamanho (LnTAM), apresentou-se como positiva e significativa a 1% (p-valor nulo), sugerindo que, quanto maior for o tamanho da firma, maior será o seu grau de internacionalização. As variáveis *dummies* foram omitidas, pois o modelo de efeitos fixos não considera as variáveis invariantes no tempo (Gujarati e Porter, 2011).

5 Considerações Finais

O presente trabalho se propôs a avaliar a influência das conexões políticas no desempenho de empresas no Brasil. Para Lawton, McGuire e Rajwani (2013), as conexões políticas visam influenciar o processo de tomada de decisão do governo ou suas partes em favor de interesses privados. Esta pesquisa optou por se restringir à conexão firma-governo por meio das contribuições que as empresas fazem às campanhas políticas (Claessens, Feijen e Laeven, 2007; Astorino, 2015). Com relação às variáveis de desempenho das firmas, este estudo se focou em três dimensões ainda pouco investigadas na literatura acadêmica, tanto nacional quanto internacional: acesso ao crédito dos bancos de desenvolvimento, participação societária dos bancos de desenvolvimento e expansão internacional.

Com base na escassa literatura disponível, foram desenvolvidas três hipóteses de pesquisa baseadas na premissa de que as conexões políticas podem trazer benefícios para as firmas, decorrentes, entre outros, da possibilidade de acesso a informações sensíveis e oportunidades de mercado, que diminuem a dependência e os efeitos externos (Faccio, 2006). A primeira hipótese de pesquisa (H_1) aborda o acesso preferencial das firmas aos financiamentos concedidos pelos bancos de desenvolvimento. A segunda hipótese (H_2) busca a compreensão da relação entre as conexões firma-governo e o acesso preferencial na venda de ações ou debêntures conversíveis em ações para bancos de desenvolvimento. A terceira hipótese (H_3) busca conhecer se as firmas conectadas politicamente tendem a se expandir internacionalmente mais do que as não conectadas.

Para o teste das hipóteses, foram coletados dados das organizações analisadas nas bases da Economática® e no portal da B3, do período de 2007 a 2016. A amostra de empresas é diversificada, com firmas de diversos setores, portes e localizações geográficas. Também foram obtidos dados das doações às campanhas eleitorais no portal do TSE, além de observações sobre os financiamentos concedidos pelo BNDES e participações societárias realizadas pelo BNDESPar, por meio do portal do BNDES, e do índice de transnacionalização da UNCTAD, disponível no portal da Fundação Dom Cabral.

Com o objetivo de entender a dinâmica existente entre as eleições e variáveis de desempenho analisadas – financiamento obtido no BNDES, participação societária do BNDESPar e grau de internacionalização –, empregou-se inicialmente o método de regressão de dados em painel de efeito fixo para cada um dos três modelos propostos. Este método foi estabelecido após a aplicação dos testes de *Chow*, *Breusch-Pagan* e *Hausman*, que o consideraram como o mais adequado à amostra. Após a demonstração de que alguns

pressupostos de regressão foram violados – normalidade, heterocedasticidade e autocorrelação de resíduos –, optou-se pela adoção de modelos com erro padrão robusto, como o de *Huber-White* e de *Driscoll-Kraay*, conforme recomendações de Wooldridge (2010) e de Hoechle (2007), respectivamente. Uma vez que as três amostras apresentaram heterocedasticidade e correlação serial de resíduos, priorizou-se os resultados do estimador de *Driscoll-Kraay*, dado que este é geralmente mais aplicado nas situações em que estes pressupostos são violados (Hoechle, 2007). O estimador de *Huber-White*, também utilizado nesta pesquisa, é geralmente mais aplicado em casos de heterocedasticidade (Wooldridge, 2010).

As evidências obtidas por meio de testes de regressão de dados em painel de efeito fixo com erro padrão robusto de *Driscoll-Kraay* trouxeram importantes indícios sobre as hipóteses de pesquisa: (i) a variável que indica conexão política nas firmas se apresentou positiva e significativa a 1% para explicar o acesso ao financiamento no BNDES, sugerindo que há indicativos que confirmam a hipótese H_1 , de que firmas conectadas politicamente tendem a ter acesso preferencial ao crédito bancário do BNDES, a partir do anúncio do resultado das eleições; (ii) a variável que manifesta a presença de conexão política se apresentou positiva e significativa a 1% para explicar a participação societária do BNDESPar nas organizações, apontando indícios que confirmam a hipótese H_2 , de que firmas conectadas politicamente tendem a ter acesso preferencial na venda de ações ou debêntures conversíveis em ações para o BNDESPar, a partir do anúncio do resultado das eleições; e (iii) a variável que sugere a existência de conexões políticas nas empresas se apresentou positiva e significativa a 5% para explicar o grau de internacionalização das mesmas, sinalizando que há indícios que confirmam a hipótese H_3 , de que firmas conectadas politicamente tendem a se expandir internacionalmente mais do que as firmas não conectadas politicamente.

A variável de controle tamanho (LnTAM) apresentou-se como negativa e significativa a 1% (p-valor nulo) para explicar o acesso ao financiamento no BNDES e a participação societária do BNDESPar nas firmas, sugerindo que há indícios que apontam que, quanto maior for o tamanho da firma, menor será o montante dos financiamentos obtidos no BNDES pelas empresas, assim como a participação societária do BNDESPar nas corporações. Por outro lado, esta variável se mostrou como positiva e significativa a 1% (p-valor nulo) para explicar o grau de internacionalização das organizações, apontando indícios de que, quanto maior for o tamanho da firma, mais internacionalizada ela será.

A contribuição deste trabalho para o conjunto de obras desenvolvidas para o estudo da relação firma-governo na literatura inclui, além dos resultados empíricos acerca dos potenciais benefícios às firmas, por meio de variáveis ainda pouco exploradas na literatura, a busca pelo

preenchimento de algumas lacunas deixadas pelos estudos disponíveis sobre o tema, em termos da abrangência da amostra, da janela temporal abordada e dos modelos econométricos empregados. Ao preencher algumas destas lacunas, este trabalho amplia o quadro literário sobre os efeitos das conexões políticas, contribuindo para o debate, tanto do modelo de financiamento de campanhas eleitorais no Brasil, que vigorou até 2015, e que autorizava as contribuições às campanhas políticas por pessoas jurídicas, ponto central deste trabalho, quanto das novas regras para as contribuições eleitorais, adotadas a partir das eleições municipais de 2016, e que proibiu as doações por pessoas jurídicas. No que se refere ao modelo anterior de financiamento de campanhas eleitorais, os resultados desta pesquisa podem, por exemplo, ser utilizados para a preparação de políticas regulatórias e de supervisão dos financiamentos e investimentos efetuados pelo BNDES, assim como de ferramentas para o monitoramento e controle da influência política nas decisões de expansão internacional das firmas. Acerca do novo modelo de contribuição eleitoral, esta dissertação pode ser utilizada, por exemplo, como base para a avaliação dos benefícios da nova proposta em vigor ou dos prováveis impactos nas doações realizadas por pessoas físicas.

De forma geral, os indícios encontrados nesta dissertação suportam a recente mudança no sistema de financiamento eleitoral do Brasil, na medida em que o novo modelo tem o potencial de reduzir a influência política nas empresas, uma vez que estas estão proibidas de realizar doações às campanhas eleitorais. Tal efeito traz a possibilidade para o desenvolvimento de novos estudos acadêmicos que comprovem ou refutem esta hipótese. Outras sugestões para estudos futuros incluem a análise dos benefícios do modelo de financiamento público de campanhas eleitorais, do estudo das prováveis formas alternativas para o financiamento das campanhas eleitorais decorrente da mudança no ordenamento jurídico eleitoral, assim como da pesquisa de outras variáveis, além das apresentadas neste trabalho, que podem apontar indícios de favorecimentos políticos às empresas.

Referências

- Agrawal, A., & Knoeber, C. (2001). *Do some outside directors play a political role?* Journal of Law & Economics, v. 44, n. 1, pp. 179-198.
- Almeida, M. (2009). *Desafios da real política industrial brasileira do século XXI*. IPEA Discussion Paper, n. 1452, p. 1-70.
- Amable, B. (2003). *The diversity of modern capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Andrade, M. M. (2002). *Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas*. 5ª ed. São Paulo: Atlas.
- Astorino, P. S. (2015). *Consequências das Conexões Políticas para as Empresas de Capital Aberto no Brasil: Desempenho e Acesso a Crédito do BNDES* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Banco Central do Brasil. (2017). *Taxa SELIC*. Recuperado em 13 de novembro, 2017, de <https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>
- Banco Central do Brasil. (2017). *Circular nº 2.900, de 24 de junho de 1999. Estabelece período de vigência da meta para a Taxa SELIC, seu eventual viés e aprova o novo Regulamento do Comitê de Política Monetária (COPOM)*. Recuperado em 13 de novembro, 2017, de http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1999/pdf/circ_2900_v2_1.pdf
- Banco Central do Brasil. (2017). *Circular nº 3.119, de 18 de abril de 2002. Altera o art. 2º da Circular nº 2.900, de 24 de junho de 1999, que estabelece período de vigência da meta para a Taxa Selic, seu eventual viés e aprova o novo Regulamento do Comitê de Política Monetária (Copom)*. Recuperado em 13 de novembro, 2017, de https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/46903/Circ_3119_v1_O.pdf
- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. (2017). *Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP*. Recuperado em 13 de novembro, 2017, de <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/taxa-de-juros-de-longo-prazo-tjlp>
- Bandeira-de-Mello, R., Marcon, R., Goldszmidt, R. G. B., & Zambaldi, F. (2012). *Firm performance effects of nurturing political connections through campaign contributions*. African Journal of Business Management, v. 6, n. 9, pp. 3327-3332.
- Barcellos, E. P. (2010). *Internacionalização de Empresas Brasileiras: Um Estudo sobre a Relação entre Grau de Internacionalização e Desempenho Financeiro* (Dissertação de Mestrado). Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Barney, J. (1986). *Strategic factor markets: expectations, luck, and business strategy*. Management Science, v. 32, n. 10, pp. 1231-1241.
- Baysinger, B. (1984). *Domain maintenance as an objective of business political activity: an expanded typology*. Academy of Management Review, v. 9, n. 2, pp. 248-258.

- Baysinger, B. D., Keim, G. D., & Zeithaml, C. P. (1985). *An Empirical Evaluation of the Potential for Including Shareholders*. In: *Corporate Constituency Programs*. Academy of Management Journal, v. 28, n. 1, pp. 180–200.
- Beuren, I. M. (2014). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. 3ª ed. São Paulo: Atlas.
- Boas, T. C., Hidalgo, F. D., & Richardson, N. P. (2014). *The Spoils of Victory: Campaign Donations and Government Contracts in Brazil*. The Journal of Politics, v. 76, n. 2, pp. 415–429.
- Boddewyn, J. J., & Brewer, T. L. (1994). *International-Business Political Behavior: New Theoretical Directions*. Academy of Management Review, v. 19, n. 1, pp. 119-143.
- Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2014). *Conexões Políticas em Estruturas de Propriedade: O Governo como Acionista em um Análise Descritiva*. Revista de Administração Mackenzie, v. 15, n. 1, pp. 98-124.
- Brasil, Bolsa, Balcão. (2017). *Segmentos de listagem*. Recuperado em 03 de dezembro, 2017, de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/
- Bueno, I. S. (2016). *Investimento do governo no mercado de ações como compensação do financiamento de campanhas eleitorais* (Dissertação de Mestrado). Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil.
- Camilo, S. P. O. (2011). *Conexões políticas e desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa: análise sob a ótica da governança e da dependência de recursos* (Tese de Doutorado). Univali, Biguaçu, SC, Brasil.
- Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). *Conexões Políticas e Desempenho: um Estudo das Firms Listadas na BM&FBovespa*. RAC, Rio de Janeiro, v. 16, n. 6, art. 2, pp. 784-805.
- Carvalho-da-Silva, A. L., & Leal, R. (2005). *Corporate governance index: firm valuation and performance in Brazil*. Revista Brasileira de Finanças, v. 1, n. 3, p. 1-18.
- Carrera, N. (2013). *Audit committees' interlocks and financial reporting quality*. 36º Annual Congress European Accounting Association, Paris, France.
- Cervo, A. L., & Bevan, A. (1983). *Metodologia científica: para uso dos estudantes universitários*. 3ª ed. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil.
- Chen, Z., Dyreng, S. D., & Li, B. (2014). *Corporate Political Contributions and Tax Avoidance*. American Taxation Association Midyear Meeting.
- Chizema, A., Liu, X., Lu, J., & Gao, L. (2013). *Politically Connected Boards and Top Executive Pay in Chinese Listed Firms*. Strategic Management Journal.
- Cho, M-H. (1988). *Ownership Structure, Investment, and The Corporate Value: An Empirical Analysis*. Journal of Financial Economics, v. 47, pp. 103-121.

- Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2007). *Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions*. *Journal of Financial Economics*.
- Coate, S. (2004). *Pareto-Improving Finance Policy*. *American Economic Review*, v. 94, pp. 628-655.
- Contractor, F., Kundu, S., & Hsu, C-C. (2003). *A Three-Stage Theory of International Expansion: The Link Between Multinationality and Performance in the Service Sector*. *Journal of International Business Studies*, v. 34, n. 1, pp. 5-18.
- Costa, M., Bandeira-de-Mello, R., Marcon, R. (2013). *A Influência da Conexão Política na Diversificação dos Grupos Empresariais*. *Revista de Administração de Empresas*, v. 53, n. 4, pp. 376-387.
- Correia, M. M. (2014). *Political connections and SEC enforcement*. *Journal of Accounting and Economics*, v. 57, pp. 241-262.
- Cull, R., & Xu, L.C. (2005). *Institutions, Ownership and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment among Chinese Firms*. *Journal of Financial Economics* 77, pp. 117-146.
- Cunha, P. R., & Piccoli, M. R. (2017). *Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados*. *Revista Contabilidade e Finanças*, v. 18, n. 74, São Paulo.
- Cyrino, A. B., & Barcellos, E. P. (2006). *Estratégias de Internacionalização: Evidências e Reflexões sobre as Empresas Brasileiras*. In: Almeida, A. *Internacionalização de Empresas Brasileiras*, 1ª ed., Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, v. 1, pp. 79-117.
- Dalmácio, F. Z., & Corrar, L. J. (2007). *A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria da agência*. *Revista de Contabilidade e Organizações*. FEARP/ USP, v. 1, n. 1, pp. 16-29.
- Dancey, C., & Reidy, J. (2006). *Estatística Sem Matemática para Psicologia: Usando SPSS para Windows*. Porto Alegre: Artmed.
- Dias, J., & Bento, F. (2011). *Corrupção e Teoria Econômica*. *Revista Economia & Tecnologia*. Ano 07, v. 26.
- Dias, V. V. (1994). *Las empresas brasileñas: Internacionalización y ajuste a la globalización de los mercados*. Brasília: Cepal.
- Dinç, I. S. (2005). *Politicians and Banks: Political Influences on Government-Owned Banks in Emerging Countries*. *Journal of Financial Economics*, v. 77, pp. 453-479.
- Donato, I., & Rosa, P. G. (2005). *Diversification, and Business Group Formation in Entrepreneurial Firms*. *Small Business Economics*, v. 25, pp. 65-82.
- Du, X., & Luo, J. (2016). *Political Connections, Home Formal Institutions, and Internationalization: Evidence from China*. *Management and Organization Review*, v. 12, n. 1, pp. 103-133.

- Ecco, I. L. (2010). *Conselhos de Administração das Empresas Reguladas no Brasil: Conexões Políticas e o seu Desempenho* (Dissertação de Mestrado). Universidade do Vale do Itajaí, Itajaí, SC, Brasil.
- Economática. (2017). *Base de Dados [Internet]*. Recuperado em 05 de julho, 2017, de <https://economatica.com/>
- Egelhoff, W. G. (1982). *Strategy and structure in multinational corporations: An information-processing approach*. Administrative Science Quarterly, pp. 435-458.
- Fama, E. F. (1980). *Agency Problems and the Theory of the Firm*. Journal of Political Economy, v. 88, n. 2, pp. 288-307.
- Faoro, R. (2001). *Os Donos do Poder: Formação do Patronato Político Brasileiro* 3ª ed. São Paulo: Globo.
- Faccio, M. (2006). *Politically Connected Firms*. American Economic Review. v. 96, pp. 369-386.
- Faccio, M. (2010). *Differences between Politically Connected and Nonconnected Firms: A Cross-Country Analysis*. Financial Management. pp. 905-927.
- Fávero, L. P. L., Belfiore, P. P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fejgelman, D. B. (2016). *Conexões políticas e o desempenho empresarial pós-aquisição no Brasil* (Dissertação de mestrado). Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Fernandes, C. M. A., Bandeira-de-Mello, R., & Zanni, P. P. (2012). *O papel dos fatores políticos na internacionalização de empresas: o caso da Energias de Portugal (EDP) no Brasil*. Cadernos EBAPE.BR, v. 10, n. 2, pp.435–455.
- Fernández-Méndez, L., Garcia-Canal, E., & Guillen, M. F. (2016). *Domestic Political Connections and International Expansion: Whether, Where and Why*. Academy of Management Annual Meeting Proceedings 2016, v. 1.
- Firth, M., Lin, C., Liu, P., & Wong, S. M. L. (2009). *Inside the black box: bank credit allocation in China's private sector*. Journal of Banking & Finance, v. 33, n. 6, pp. 1144-1155.
- Fisman, R. (2001). *Estimating the value of political connections*. American Economic Review. v. 91. pp. 1095-1102.
- Fonseca, J. J. S. (2002). *Metodologia da pesquisa científica*. Fortaleza: UEC.
- Fundação Dom Cabral. (2017). *Publicações*. Recuperado em 20 de dezembro, 2017, de <https://www.fdc.org.br/conhecimento/publicacoes>
- Gama, M. A. B. (2014). *Mecanismos Preciso e Difuso das Estratégias Políticas no Crescimento dos Grupos Empresariais no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas.

- Ghemawat, P., & Khanna, T. (1998). *The nature of diversified business groups: A research design and two case studies*. *The Journal of Industrial Economics*, v. 46, n. 1, pp. 35-61.
- Gil, A. C. (1999). *Métodos e técnicas em pesquisa social*. 5^a ed. São Paulo: Atlas.
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2008). *Political Connections and the Allocation of Procurement Contracts*. Indiana University Working Paper.
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). *Do Politically Connected Boards Affect Firm Value?* *The Review of Financial Studies*, v. 22, n. 6, pp. 2331-2360.
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2013). *Politically Connected Boards of Directors and the Allocation of Procurement Contracts*. *Review of Finance*.
- Grant, R. (1987). *Multinationality and Performance among British Manufacturing Companies*. *Journal of International Business Studies*, v. 18, n. 3, pp. 79-89.
- Groenendijk, N. (1997). *A principal-agent model of corruption*. *Crime, Law & Social Change*, v. 27, pp. 207-229.
- Grossman, G., & Helpman, E. (1996). *Electoral Competition and Special Interest Politics*. *Review of Economics Studies*, v. 63, pp. 265-286.
- Grossman, R. S., & Imai, M. (2014). *Taking the Lord's Name in Vain: The Impact of Connected Directors on 19th Century British Banks*.
- Grundey, D. (2007). *Internacionalização dos mercados: O processo de internacionalização das empresas dinamarquesas na Lituânia*. *Transformation in Business & Economics*, v. 6, n. 1, pp. 85-108.
- Guillen, M. (2000). *Business groups in emerging economies: a resource-based view*. *The Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, pp. 362-380.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*. 5^a ed. Porto Alegre: AMGH Editora.
- Hall, P. A., & Soskice, D. (2001). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. New York: Oxford University Press.
- Hasan, I., Jackowicz, K., Kowalewski, O., & Kozłowski, L. (2014). *Politically Connected Firms in Poland and their Access to Bank Financing*.
- Hassel, A., Höpner, M., Kurdelbusch, A., Rehder, B., & Zugehör, R. (2003). *Two Dimensions of the Internationalization of Firms*. *Journal of Management Studies*, v. 40, n. 3, pp. 702-719.
- Henisz, W. J., & Williamson, O. E. (1999). *Comparative Economic Organization: Within and Between Countries*. *Business and Politics*, v. 1, n. 3, pp. 261-77.
- Hillman, A., Zardkoohi, A; & Bierman, L. (1999). *Corporate Political Strategies and Firm Performance: Indications of Firm-Specific Benefits from Personal Service in the U.S. Government*. *Strategic Management Journal*, v. 20, n. 1, pp. 67-81.

- Hoechle, D. (2007). *Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence*. The Stata Journal, v. 7, n. 3, pp. 281-312.
- Holanda, S. B. (1995). *Raízes do Brasil*. São Paulo: Companhia das Letras, 26.
- Holburn, G. L. F., & Zelner, B. A. (2010). *Political capabilities, policy risk, and international investment strategy: evidence from the global electric power generation industry*. Strategic Management Journal, v. 31, n. 12, pp. 1290-1315.
- Hoskisson, R., Johnson, R.; Tihanyi, L., & White, R. (2005). *Diversified Business Groups and Corporate Refocusing in Emerging Economies*. Journal of Management, v. 31, n. 6, pp. 941-965.
- Iglesias, R. M., & Veiga, P. M. (2002). *Promoção de exportações via internacionalização das firmas de capital brasileiro*. Rio de Janeiro: FUNCEX/BNDES.
- Inoue, C. F. K. V. (2011). *Capitalismo de Estado no Brasil: Uma Análise das Participações Minoritárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre 1995 e 2009* (Dissertação de Mestrado). Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, SP, Brasil.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, v. 3, n. 4, pp. 305-360.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). *Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination*. Journal of Business 52. pp. 469-506.
- Jensen, M. C., & Smith Jr., C. W. (1985). *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*. In E. Altman & M. Subrahmanyam, Recent Advances in Corporate Finance, Dow-Jones Irwin.
- Joh, S.W., Chiu, M. M. (2004). *Loans to Distressed Firms: Political Connections, Related Lending, Business Group Affiliations, and Bank Governance*. Chinese University of Hong Kong Working Paper.
- Johnson, S., & Mitton, T. (2003). *Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia*. Journal of Financial Economics, v. 67, pp. 351-382.
- Jung, Y. (1991). *Multinationality and Profitability*. Journal of Business Research, v. 23, pp. 179-187.
- Keim, G., Baysinger, B. (1988). *The Efficacy of Business Political Activity: Competitive Considerations in a Principal-Agent Context*. Journal of Management, v. 14, n. 2, pp. 163-180.
- Khanna, T., Palepu, K. (2000). *The future of business groups in emerging markets: long-run evidence from Chile*. Academy of Management Journal, v. 43, n. 3, pp. 268-285.
- Khwaja, A., & Mian, A. (2005). *Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market*. Quarterly Journal of Economics. v. 120. pp. 1371-1411.
- Klitgaard, R. (1991). *Gifts and Bribes*. In R. J. Zeckhauser. (1991). Strategy and Choice. Cambridge, Mass.: MIT Press.

- Klitgaard, R. (1998). *International cooperation against corruption*. Finance & Development.
- Kobrin, S. J. (1991). *An Empirical Analysis of the Determinants of Global Integration*. Strategic Management Journal, v. 12, pp. 17-37.
- Kumar, V., Gaur, A. S., & Pattnaik, C. (2012). *Product Diversification and International Expansion of Business Groups*. Management International Review, n. 52, pp. 175–192.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). *Corporate ownership around the world*. The Journal of Finance, v. 54, n. 2, pp. 471-517.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002). *Government Ownership of Banks*. The Journal of Finance, v. 57, n. 1, pp. 265-301.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). *Law and Finance*. Journal of Political Economy, v. 106, n. 6, pp. 1113-1155.
- Lawton, T. C., McGuire, S., & Rajwani, T. (2013). *Corporate Political Activity: A Literature Review and Research Agenda*. International Journal of Management Reviews, v. 15, n. 1, pp. 86-105.
- Lazzarini, S. G. (2011). *Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões*. 4ª Reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Lazzarini, S. G., Musacchio, A., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2011). *What do Development Banks Do? Evidence from Brazil, 2002-2009*. Harvard Business School. Working Paper.
- Lei nº 8.713, de 30 de setembro de 1993. Estabelece normas para as eleições de 3 de outubro de 1994. Recuperado em 03 de março, 2018, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18713.htm
- Lei nº 9.504, de 30 de setembro de 1997. *Estabelece normas para as eleições*. Recuperado em 13 de novembro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9504.htm
- Lei nº 10.183, de 12 de fevereiro de 2001. *Altera dispositivos da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996, que institui a Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-PASEP, do Fundo de Amparo ao Trabalhador e do Fundo da Marinha Mercante*. Recuperado em 13 de novembro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10183.htm
- Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011. *Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; altera a Lei nº 8.112, de 11 de dezembro de 1990; revoga a Lei nº 11.111, de 5 de maio de 2005, e dispositivos da Lei nº 8.159, de 8 de janeiro de 1991; e dá outras providências*. Recuperado em 13 de novembro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112527.htm
- Lei nº 13.483 de 21 de setembro de 2017. *Institui a Taxa de Longo Prazo (TLP); dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e do Fundo da Marinha Mercante (FMM) e sobre a remuneração dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao Banco Nacional de*

Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); altera as Leis nº 8.019, de 11 de abril de 1990, 9.365, de 16 de dezembro de 1996, 10.893, de 13 de julho de 2004, e 10.849, de 23 de março de 2004; e dá outras providências. Recuperado em 13 de novembro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13483.htm

Lei nº 13.473 de 08 de agosto de 2017. *Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração e execução da Lei Orçamentária de 2018 e dá outras providências.* Recuperado em 04 de março, 2018, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13473.htm#art12%C2%A73ii

Lei nº 13.487 de 06 de outubro de 2017. *Altera as Leis nos 9.504, de 30 de setembro de 1997, e 9.096, de 19 de setembro de 1995, para instituir o Fundo Especial de Financiamento de Campanha (FEFC) e extinguir a propaganda partidária no rádio e na televisão.* Recuperado em 04 de março, 2018, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13487.htm

Lei nº 13.587 de 02 de janeiro de 2018. *Estima a receita e fixa a despesa da União para o exercício financeiro de 2018.* Recuperado em 04 de março, 2018, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/L13587.htm

Lopes, A. B., & Walker, M. (2008). *Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil.* Working Paper.

Lopes, A. D. (2016). *Financiamento de campanhas eleitorais e empréstimos do BNDES: lobby e interesses privados.* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia da Universidade Federal de Goiás, GO, Brasil.

López, A. (1999). *El caso brasileño.* In Chudnovsky, D., Kosacoff, B., & López, A. (Org.). *Las multinacionales latinoamericanas: sus estrategias en un mundo globalizado.* Buenos Aires, pp. 301-346.

Lu, J., & Beamish, P. (2004). *International Diversification and Firm Performance.* Academy of Management Journal. V. 47, n. 4, pp. 598-609.

Lu, Yi. (2008). *Political Connections and Trade Expansion: Evidence from Chinese Private Firms.* The University of Hong Kong.

Macedo, J. M. A., Silva, C. A. T., & Machado, M. A. V. (2015). *Conexões Políticas e as Empresas Brasileiras: Um Estudo Experimental sobre as Decisões de Investimento no Mercado de Capitais.* Advances in Scientific and Applied Accounting, v. 8, n. 2, pp. 157-178.

Makhija, M. (2003). *The value of restructuring in emerging economies: the case of the Czech Republic.* Strategic Management Journal, v. 25, n. 3, pp. 243-267.

Mancuso, W. P. (2012). *Investimento Eleitoral no Brasil: Balanço da Literatura e Agenda de Pesquisa.* Artigo apresentado no 8º Encontro da Associação Brasileira de Ciência Política–ABCP.

Marconi, M A., & Lakatos, E. M. (2002). *Técnicas de Pesquisa.* 5ª ed. São Paulo: Atlas.

Marconi, M A., & Lakatos, E. M. (2011). *Metodologia Científica.* 6ª ed. São Paulo: Atlas.

- Mahon, J. F., Murray Jr., E. A., & Edwin, A. (1981). *Strategic planning for regulated companies*. Strategic Management Journal, v. 2, n. 3, pp. 251–262.
- Marconi, M. D. A., & Lakatos, E. M. (2010). *Fundamentos de Metodologia Científica*. São Paulo: Atlas.
- Mazzioni, S. (2015). *Influência do grau de internacionalização das empresas na relação entre as normas reguladoras e os incentivos empresariais com a qualidade das informações contábeis* (Tese de Doutorado). Universidade Regional de Blumenau: Blumenau, SC, Brasil.
- McMenamin, I. (2013). *If Money Talks, What Does it Say? Corruption and Business Financing of Political Parties*. New York: Oxford University Press.
- Medida Provisória nº 684, de 31 de outubro de 1994. *Institui a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação Pis-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador, do Fundo da Marinha Mercante, e dá outras providências*. Recuperado em 13 de novembro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/1990-1995/684.htm
- Medida Provisória nº 1.790, de 29 de dezembro de 1998. *Altera a Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996, e dá outras providências*. Recuperado em 13 de novembro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/Antigas/1790.htm
- Medida Provisória nº 1.921, de 30 de setembro de 1999. *Altera dispositivos da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996, que institui a Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-PASEP, do Fundo de Amparo ao Trabalhador e do Fundo da Marinha Mercante*. Recuperado em 13 de novembro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/Antigas/1921.htm
- Menzio, A., Urtiaga, M. G. & Vannoni, D. (2012). *Board Composition, Political Connections, and Performance in State-Owned Enterprises*. Industrial and Corporate Change, v. 21, n. 3, pp. 671-698.
- Moro, S. F. (2015). *Caminhos para Reduzir a Corrupção*. Jornal O Globo. Recuperado em 10 de março, 2017, de <https://oglobo.globo.com/brasil/artigo-caminhos-para-reduzir-corrupcao-por-sergio-moro-17684788>
- Oliver, C., & Holzinger, I. (2008). *The effectiveness of strategic political management: a dynamic capabilities framework*. Academy of Management Review, v. 33, n. 2, pp. 496-520.
- Peng, M. W., Sun, S. L., Pinkham, B., & Chen, H. (2009). *The institution-based view as a third leg for a strategy tripod*. Academy of Management Perspectives, v. 23, n. 3, pp. 63-81.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. (2003). *The external control of organizations: a resource-dependence perspective*. California: Stanford.
- Pimentel, J. A. (2017). *Three Essays on the Influence of Political Connections on Firm International Expansion Strategy*. Academy of International Business, v. 17, n. 3.

- Pittman, R. (1977). *Market Structure and Campaign Contributions*. Public Choice, v. 31, pp. 37-52.
- Puga, F., & Gabrielli, H. (2018). *O BNDES e o investimento: 2000 a 2016*. BNDES, v. 122.
- Ramanujam, V., & Varadarajan, P. (1989). *Research on corporate diversification: a synthesis*. Strategic Management Journal, v. 10, n. 6, pp. 523-551.
- Ramaswamy, K., Kroeck, G., & Renforth, W. (1996). *Measuring the degree of internationalization of a firm: a comment*. Journal of International Business Studies, v. 27, n. 1, pp. 167-177.
- Reis, E. A., & Reis I. A. (2002). *Análise Descritiva de Dados*. Relatório Técnico do Departamento de Estatística da UFMG. Recuperado em 04 de abril, 2018, de www.est.ufmg.br
- Resolução nº 23.432, de 16 de dezembro de 2014. *Regulamenta o disposto no Título III da Lei nº 9.096, de 19 de setembro de 1995 – Das Finanças e Contabilidade dos Partidos*. Recuperado em 04 de março, 2018, de <http://www.tse.jus.br/legislacao/codigo-eleitoral/normas-editadas-pelo-tse/resolucao-no-23-432-de-16-de-dezembro-de-2014-2013-brasilia-2013-df>
- Richardson, R. J. (1999). *Pesquisa Social: métodos e técnicas*. 3ª ed. São Paulo: Atlas.
- Ring, P. S., Lenway, S. A., & Govekar, M. (1990). *Management of the Political Imperative in International Business*. Strategic Management Journal, v. 11, n. 2, pp. 141-151.
- Rocha, D. (2011). *Relações entre dispêndios do BNDES e financiamento eleitoral no governo Lula: uma análise empírica*. 35º. Encontro Anual da ANPOCS, Caxambu/MG.
- Rodrik, D. (2004). *Industrial policy for the twenty-first century*. CEPR Discussion Paper.
- Ross, S. (1973). *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*. American Economic Review 63, pp. 134-39.
- Sampieri, R. H., Collado, C. H., & Lucio, P. B. (2006). *Metodologia de Pesquisa*. 3ª ed. São Paulo: McGraw-Hill
- Samuels, D. (2001). *Does Money Matter? Credible Commitments and Campaign Finance in New Democracies: Theory and Evidence from Brazil*. Comparative Politics, pp. 23-42.
- Santos, L. B. (2014). *Políticas Públicas e Internacionalização de Empresas Brasileiras*. Sociedade & Natureza, v. 27, n. 1, pp. 37-52.
- Sapienza, H. J., Autio, E., George, G., & Zahra, S. A. (2006). *A capabilities perspective on the effects of early internationalization on firm survival and growth*. Academy of management review, v. 31, n. 4, pp. 914-933.
- Sarai, L. (2017). *Crédito, Estado e Desenvolvimento: o Direcionamento Federal do Crédito pela Perspectiva do Direito Econômico* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, Brasil.

- Schneider, B. R. (1998). *Elusive synergy: Business-Government relations and development*. Comparative Politics, v. 31, n. 1, pp. 101-122.
- Schneider, B. R. (2004). *Business Politics and the State in Twentieth-Century Latin America*. New York: Cambridge University Press.
- Schneider, B. R. (2008). *A comparative political economy of diversified business groups, or how states organize big business*. Review of International Political Economy, v. 16, n. 2, pp. 178-201.
- Schneider, B. R. (2013). *Hierarchical Capitalism in Latin America: Business, Labor, and the Challenges of Equitable Development*. New York: Cambridge University Press.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). *Politicians and firms*. The Quarterly Journal of Economics, v. 109, pp. 995-1025.
- Snyder, J. (1990). *Campaign Contributions as Investments: The US House of Representatives, 1980-1986*. Journal of Political Economy, v. 98, pp. 1195-1227.
- Speck, B. W. (2006). *O financiamento de campanhas eleitorais*. In Avritzer, L., & Anastasia, F. (orgs.). *Reforma Política no Brasil*. Belo Horizonte: Ed. UFMG: PNUD.
- Sposito, E. S., & Santos, L. B. (2012). *O Capitalismo industrial e as multinacionais brasileiras*. São Paulo: Expressão Popular.
- Sullivan, D. (1994). *Measuring the degree of internationalization of a firm*. Journal of International Business Studies, v. 25, n. 2, pp. 325-342.
- Sullivan, D. (1996). *Measuring the degree of internationalization of a firm: a reply*. Journal of International Business Studies, v. 27, n. 1, pp. 179-192.
- Superior Tribunal Federal. (2018). *Notícias STF*. Recuperado em 04 de março, 2018, de <http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=300015>
- Sztutman, A. M., & Aldrichi, D. M. (2012). *Financiamento das campanhas eleitorais de 2006 por grupos econômicos e empréstimos do BNDES*. Encontro Nacional de Economia. ANPEC.
- Tavares, M. (2006). *Investimento brasileiro no exterior: panorama e considerações sobre políticas públicas*. Desarrollo productivo, Santiago, n. 172.
- Tribunal Superior Eleitoral. (2017). *Eleições Anteriores*. Recuperado em 13 de novembro, 2017, de <http://www.tse.jus.br/eleitor-e-eleicoes/eleicoes/eleicoes-ant anteriores/eleicoes-ant anteriores>
- Tribunal Superior Eleitoral. (2018). *Reforma Política regulamenta distribuição de fundo eleitoral para as Eleições 2018*. Recuperado em 21 de janeiro, 2018, de <http://www.tse.jus.br/imprensa/noticias-tse/2017/Outubro/reforma-politica-regulamenta-distribuicao-de-fundo-eleitoral-para-as-eleicoes-2018>
- Triviños, A. N. S. (1987). *Introdução à Pesquisa em Ciências Sociais: A Pesquisa Qualitativa em Educação*. São Paulo: Atlas.

- Williamson, O. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: The Free Press.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel*. 2nd ed. The MIT Press Cambridge, Massachusetts London, England.
- Wu, H. (2010). *Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects*. Journal of Business Research, v. 64, n. 8, pp. 839-845.
- Yoffie, D. B. (1988). *How an industry builds political advantage*. Harvard Business Review, v. 66, n. 3, pp. 82–89.
- Yeyati, E. L., Micco, A., & Panizza, U. (2004). *Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks*. RES Working Papers, n. 517, pp. 1-47.
- Yiu, D. W., Lu, Y., Bruton, G. D., & Hoskisson, R. E. (2007). *Business Groups: An Integrated Model to Focus Future Research*. Journal of Management Studies, v. 44, n. 8, pp. 1551-1579.

Apêndices

Apêndice 1 – Firmas da Amostra no *Stata*

524 Participações	BR Brokers	Cosan	Ferbasa
Abc Brasil	BR Home	Cosan Ltd	Gerdau Met
Aco Altona	BR Insurance	Coteminas	GP Invest
Advanced-Dh	BR Malls Par	CR2	GPC Part
Alef S/A	BR Pharma	Cremer	Grazziotin
Alfa Consorc	BR Propert	Cristal	Grendene
Alfa Financ	Bradesco	Csu Cardsyst	Grucai
Alfa Holding	Bradespar	CTC S.A.	Guararapes
Alfa Invest	Brasilagro	CVC Brasil	Habitasul
Aliansce	Braskem	Cyre Com-Ccp	Haga S/A
Aliperti	BRF SA	Cyrela Realt	Helbor
Alliar	Brq	Dasa	Hércules
Alpargatas	Btgp Banco	Dimed	Hotéis Othon
Ambev S/A	Cabinda Part	Direcional	Hypermarcas
Anima	Caconde Part	Dohler	Ideiasnet
Arezzo Co	Caianda Part	Dtcom Direct	IGB S/A
Atompar	Cambuci	Dufry AG	Iguatemi
Azevedo	Capitalpart	Duratex	Imc S/A
B2W digital	CCX Carvão	Elekeiroz	Guararapes
B3	Cedro	Eletron	Habitasul
Bahema	Celulose Irani	Embraer	Haga S/A
Banco Pan	Cemepe	Encorpar	Helbor
Bardella	Cetip	Estácio Part.	Hércules
Baumer	Cia Hering	Estrela	Hotéis Othon
Betapart	Cielo	Eternit	Hypermarcas
Bic Monark	Cims	Eucatex	Ideiasnet
Biommm	Cinesystem	Even	IGB S/A
Biosev	Const A Lind	Excelsior	Iguatemi
Biotoscana	Contax	Eztec	IMC S/A
Bombril	Cor Ribeiro	Fer Heringer	Ind Cataguas
Ind Cataguas	Magaz Luiza	OSX Brasil	São Carlos

Inds Romi	Magnesita SA	Ourofino S/A	São Martinho
Indusval	Mangels Indl	Pão de Açúcar-Cbd	Saraiva Livraria
Invest Bemge	Marcopolo	Pacific Rdsl	Sauípe
Iochp-Maxion	Marfrig	Panatlântica	Schulz
Itaitinga	Melhor SP	Par Al Bahia	Seg Al Bahia
Itaúsa	Mendes Jr	Paraná	Selectpart
Itautec	Menezes Cort	Paranapanema	Senior Sol
Itaú Unibanco	Merc Brasil	PDG Realt	Ser Educacional
J B Duarte	Merc Financ	Pettenati	Sid Nacional
JBS	Merc Invest	Pine	Sierrabrasil
Jereissati	Metal Iguaçu	Plascar Part	SLC Agrícola
JHSF Part	Metal Leve	Polpar	Smiles
João Fortes	Metalfrio	Pomifrutas	Somos Educação
Josapar	Metisa	Porto Seguro	Sondotécnica
Karsten	Mills	Portobello	Springer
Kepler Weber	Minas Máquinas	Positivo Tec	Springs
Klabin S/A	Minerva	Ppla	Stara
Kroton	Minupar	Prática	Sudeste
Le Lis Blanc	MMX Miner	Priner	Sul 116 Part
Linx	Mont Aranha	Profarma	Sul America
Litel	MRV	Prompt	Suzano Holdings
Lix da Cunha	Multiplan	Qualicorp	Suzano Papel
Localiza	Multiplus	Quality Soft	Tarpon Inv
Locamerica	Mundial	RaiaDrogasil	Technos
Lojas Americ	Nadir Figuei	Randon Part	Tecnisa
Lojas Hering	Natura	Recrusul	Tecnosolo
Lojas Marisa	Newtel Particip.	Ret Part	Tectoy
Lojas Renner	Nordon Met	Riosulense	Teka
Longdis	Nortec Química	RNI	Tekno
Lopes Brasil	Nutriplant	Rossi Resid	Telinvest
Lupatech	Oderich	Sansuy	Terra Santa
M.Dias Branco	Odontoprev	Santander BR	Tex Renaux
Maestroloc	Opport Energ	Santanense	Time For Fun
Totvs	Unipar	Viver	Wiz

Trisul	Usiminas	Vulcabrás	Wlm Ind Com
Tupy	Vale	Weg	Zain Part
Ultrapar	Valid	Wetzel	
Unicasa	Viavarejo	Whirlpool	

Fonte: Economática (2017).

Apêndice 2 – Resultados do *Stata* para o modelo de efeitos fixos do primeiro painel

```
. xtreg LnBND LnTAM LnDOA DUMSET_BENS DUMSET_CO_CI DUMSET_CO_NCI DUMSET_FIN
    DUMSET_MAT_BA DUMSET_PETR DUMSET_SAU DUMSET_TI DUMGOV_NM DUMGOV_N1 DUMGOV_N2
    DUMGOV_MA DUMGOV_M2, fe
```

```
note: DUMSET_BENS omitted because of collinearity
note: DUMSET_CO_CI omitted because of collinearity
note: DUMSET_CO_NCI omitted because of collinearity
note: DUMSET_FIN omitted because of collinearity
note: DUMSET_MAT_BA omitted because of collinearity
note: DUMSET_PETR omitted because of collinearity
note: DUMSET_SAU omitted because of collinearity
note: DUMSET_TI omitted because of collinearity
note: DUMGOV_NM omitted because of collinearity
note: DUMGOV_N1 omitted because of collinearity
note: DUMGOV_N2 omitted because of collinearity
note: DUMGOV_MA omitted because of collinearity
note: DUMGOV_M2 omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      822
Group variable: id                    Number of groups =      274
```

```
R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.0443                      min =          3
    between = 0.1387                     avg =         3.0
    overall = 0.1001                     max =          3
```

```
corr(u_i, Xb) = 0.2000                  F(2,546)        =      12.66
                                      Prob > F          =      0.0000
```

LnBND	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LnTAM	-.1656391	.0441792	-3.75	0.000	-.2524212	-.078857
LnDOA	.1595776	.0446387	3.57	0.000	.071893	.2472622
DUMSET_BENS	0	(omitted)				
DUMSET_CO_CI	0	(omitted)				
DUMSET_CO_NCI	0	(omitted)				
DUMSET_FIN	0	(omitted)				
DUMSET_MAT_BA	0	(omitted)				
DUMSET_PETR	0	(omitted)				
DUMSET_SAU	0	(omitted)				
DUMSET_TI	0	(omitted)				
DUMGOV_NM	0	(omitted)				
DUMGOV_N1	0	(omitted)				
DUMGOV_N2	0	(omitted)				
DUMGOV_MA	0	(omitted)				
DUMGOV_M2	0	(omitted)				
_cons	5.399635	.5568818	9.70	0.000	4.305741	6.493528
sigma_u	6.3726401					
sigma_e	3.8401714					
rho	.73360561	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0: F(273, 546) = 6.16                      Prob > F = 0.0000
```

Apêndice 3 – Resultados do *Stata* para o modelo de efeitos fixos com erro padrão de *Huber-White* do primeiro painel

```
. xtreg LnBND LnTAM LnDOA DUMSET_BENS DUMSET_CO_CI DUMSET_CO_NCI DUMSET_FIN
    DUMSET_MAT_BA DUMSET_PETR DUMSET_SAU DUMSET_TI DUMGOV_NM DUMGOV_N1 DUMGOV_N2
    DUMGOV_MA DUMGOV_M2, fe vce(robust)
```

```
note: DUMSET_BENS omitted because of collinearity
note: DUMSET_CO_CI omitted because of collinearity
note: DUMSET_CO_NCI omitted because of collinearity
note: DUMSET_FIN omitted because of collinearity
note: DUMSET_MAT_BA omitted because of collinearity
note: DUMSET_PETR omitted because of collinearity
note: DUMSET_SAU omitted because of collinearity
note: DUMSET_TI omitted because of collinearity
note: DUMGOV_NM omitted because of collinearity
note: DUMGOV_N1 omitted because of collinearity
note: DUMGOV_N2 omitted because of collinearity
note: DUMGOV_MA omitted because of collinearity
note: DUMGOV_M2 omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      822
Group variable: id                    Number of groups =      274
```

```
R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.0443                      min =          3
    between = 0.1387                     avg  =         3.0
    overall = 0.1001                     max  =          3
```

```
corr(u_i, Xb) = 0.2000                  F(2,273)        =      10.01
                                          Prob > F         =      0.0001
```

(Std. Err. adjusted for 274 clusters in id)

	LnBND	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LnTAM		-.1656391	.047949	-3.45	0.001	-.260036	-.0712423
LnDOA		.1595776	.0481857	3.31	0.001	.0647148	.2544405
DUMSET_BENS		0	(omitted)				
DUMSET_CO_CI		0	(omitted)				
DUMSET_CO_NCI		0	(omitted)				
DUMSET_FIN		0	(omitted)				
DUMSET_MAT_BA		0	(omitted)				
DUMSET_PETR		0	(omitted)				
DUMSET_SAU		0	(omitted)				
DUMSET_TI		0	(omitted)				
DUMGOV_NM		0	(omitted)				
DUMGOV_N1		0	(omitted)				
DUMGOV_N2		0	(omitted)				
DUMGOV_MA		0	(omitted)				
DUMGOV_M2		0	(omitted)				
_cons		5.399635	.5679358	9.51	0.000	4.281544	6.517725
sigma_u		6.3726401					
sigma_e		3.8401714					
rho		.73360561	(fraction of variance due to u_i)				

Apêndice 4 – Resultados do *Stata* para o modelo de efeitos fixos com erro padrão de *Driscoll-Kraay* do primeiro painel

```
. xtsc LNBND LNTAM LNDQA DUMSET_BENS DUMSET_CO_CI DUMSET_CO_NCI DUMSET_FIN
      DUMSET_MAT_BA DUMSET_PETR DUMSET_SAU DUMSET_TI DUMGOV_NM DUMGOV_N1 DUMGOV_N2
      DUMGOV_MA DUMGOV M2, fe
```

Regression with Driscoll-Kraay standard errors	Number of obs	=	822
Method: Fixed-effects regression	Number of groups	=	274
Group variable (i): id	F(15, 273)	=	110.14
maximum lag: 1	Prob > F	=	0.0000
	within R-squared	=	0.0443

	LnBND	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	LnTAM	-.1656391	.0421005	-3.93	0.000	-.2485221	-.0827561
	LnDOA	.1595776	.0271365	5.88	0.000	.1061543	.213001
	DUMSET_BENS	0	(omitted)				
	DUMSET_CO_CI	0	(omitted)				
	DUMSET_CO_NCI	0	(omitted)				
	DUMSET_FIN	0	(omitted)				
	DUMSET_MAT_BA	0	(omitted)				
	DUMSET_PETR	0	(omitted)				
	DUMSET_SAU	0	(omitted)				
	DUMSET_TI	0	(omitted)				
	DUMGOV_NM	0	(omitted)				
	DUMGOV_N1	0	(omitted)				
	DUMGOV_N2	0	(omitted)				
	DUMGOV_MA	0	(omitted)				
	DUMGOV_M2	0	(omitted)				
	_cons	5.399635	.3161833	17.08	0.000	4.777167	6.022102

Apêndice 5 – Resultados do *Stata* para o modelo de efeitos fixos do segundo painel

```
. xtreg BNP LnTAM LnDOA DUMSET_BENS DUMSET_CO_CI DUMSET_CO_NCI DUMSET_FIN
    DUMSET_MAT_BA DUMSET_PETR DUMSET_SAU DUMSET_TI DUMGOV_NM DUMGOV_N1 DUMGOV_N2
    DUMGOV_MA DUMGOV_M2, fe
```

```
note: DUMSET_BENS omitted because of collinearity
note: DUMSET_CO_CI omitted because of collinearity
note: DUMSET_CO_NCI omitted because of collinearity
note: DUMSET_FIN omitted because of collinearity
note: DUMSET_MAT_BA omitted because of collinearity
note: DUMSET_PETR omitted because of collinearity
note: DUMSET_SAU omitted because of collinearity
note: DUMSET_TI omitted because of collinearity
note: DUMGOV_NM omitted because of collinearity
note: DUMGOV_N1 omitted because of collinearity
note: DUMGOV_N2 omitted because of collinearity
note: DUMGOV_MA omitted because of collinearity
note: DUMGOV_M2 omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      822
Group variable: id                    Number of groups =      274
```

```
R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.0101                  min =      3
    between = 0.0925                 avg =     3.0
    overall = 0.0572                 max =      3
```

```
corr(u_i, Xb) = 0.1952                F(2,546)         =      2.78
                                      Prob > F          =     0.0627
```

	BNP	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LnTAM		-.0047188	.0026531	-1.78	0.076	-.0099303	.0004927
LnDOA		.0044347	.0026807	1.65	0.099	-.000831	.0097003
DUMSET_BENS		0	(omitted)				
DUMSET_CO_CI		0	(omitted)				
DUMSET_CO_NCI		0	(omitted)				
DUMSET_FIN		0	(omitted)				
DUMSET_MAT_BA		0	(omitted)				
DUMSET_PETR		0	(omitted)				
DUMSET_SAU		0	(omitted)				
DUMSET_TI		0	(omitted)				
DUMGOV_NM		0	(omitted)				
DUMGOV_N1		0	(omitted)				
DUMGOV_N2		0	(omitted)				
DUMGOV_MA		0	(omitted)				
DUMGOV_M2		0	(omitted)				
_cons		.3510398	.0334421	10.50	0.000	.2853488	.4167308
sigma_u		.41989158					
sigma_e		.23061184					
rho		.76826161	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0: F(273, 546) = 7.82                      Prob > F = 0.0000
```

Apêndice 6 – Resultados do *Stata* para o modelo de efeitos fixos com erro padrão de *Huber-White* do segundo painel

```
. xtreg BNP LnTAM LnDOA DUMSET_BENS DUMSET_CO_CI DUMSET_CO_NCI DUMSET_FIN
      DUMSET_MAT_BA DUMSET_PETR DUMSET_SAU DUMSET_TI DUMGOV_NM DUMGOV_N1 DUMGOV_N2
      DUMGOV_MA DUMGOV_M2, fe vce(robust)
```

```
note: DUMSET_BENS omitted because of collinearity
note: DUMSET_CO_CI omitted because of collinearity
note: DUMSET_CO_NCI omitted because of collinearity
note: DUMSET_FIN omitted because of collinearity
note: DUMSET_MAT_BA omitted because of collinearity
note: DUMSET_PETR omitted because of collinearity
note: DUMSET_SAU omitted because of collinearity
note: DUMSET_TI omitted because of collinearity
note: DUMGOV_NM omitted because of collinearity
note: DUMGOV_N1 omitted because of collinearity
note: DUMGOV_N2 omitted because of collinearity
note: DUMGOV_MA omitted because of collinearity
note: DUMGOV_M2 omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      822
Group variable: id                    Number of groups =      274
```

```
R-sq:                                Obs per group:
      within = 0.0101                  min =          3
      between = 0.0925                 avg =         3.0
      overall = 0.0572                 max =          3
```

```
corr(u_i, Xb) = 0.1952                F(2,273)         =      2.53
                                      Prob > F          =      0.0811
```

(Std. Err. adjusted for 274 clusters in id)

	BNP	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LnTAM		-.0047188	.0027392	-1.72	0.086	-.0101115	.0006738
LnDOA		.0044347	.0029178	1.52	0.130	-.0013096	.0101789
DUMSET_BENS		0	(omitted)				
DUMSET_CO_CI		0	(omitted)				
DUMSET_CO_NCI		0	(omitted)				
DUMSET_FIN		0	(omitted)				
DUMSET_MAT_BA		0	(omitted)				
DUMSET_PETR		0	(omitted)				
DUMSET_SAU		0	(omitted)				
DUMSET_TI		0	(omitted)				
DUMGOV_NM		0	(omitted)				
DUMGOV_N1		0	(omitted)				
DUMGOV_N2		0	(omitted)				
DUMGOV_MA		0	(omitted)				
DUMGOV_M2		0	(omitted)				
_cons		.3510398	.0339992	10.32	0.000	.2841059	.4179736
sigma_u		.41989158					
sigma_e		.23061184					
rho		.76826161	(fraction of variance due to u_i)				

Apêndice 7 – Resultados do *Stata* para o modelo de efeitos fixos com erro padrão de *Driscoll-Kraay* do segundo painel

```
. xtsccl BNP LnTAM LnDOA DUMSET_BENS DUMSET_CO_CI DUMSET_CO_NCI DUMSET_FIN
    DUMSET_MAT_BA DUMSET_PETR DUMSET_SAU DUMSET_TI DUMGOV_NM DUMGOV_N1 DUMGOV_N2
    DUMGOV_MA DUMGOV_M2, fe
```

```
Regression with Driscoll-Kraay standard errors   Number of obs   =       822
Method: Fixed-effects regression                 Number of groups =       274
Group variable (i): id                          F( 15, 273)     =    77.58
maximum lag: 1                                 Prob > F        =    0.0000
                                              within R-squared =    0.0101
```

	BNP	Coef.	Drisc/Kraay Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LnTAM		-.0047188	.0009632	-4.90	0.000	-.006615	-.0028227
LnDOA		.0044347	.0010672	4.16	0.000	.0023336	.0065357
DUMSET_BENS		0	(omitted)				
DUMSET_CO_CI		0	(omitted)				
DUMSET_CO_NCI		0	(omitted)				
DUMSET_FIN		0	(omitted)				
DUMSET_MAT_BA		0	(omitted)				
DUMSET_PETR		0	(omitted)				
DUMSET_SAU		0	(omitted)				
DUMSET_TI		0	(omitted)				
DUMGOV_NM		0	(omitted)				
DUMGOV_N1		0	(omitted)				
DUMGOV_N2		0	(omitted)				
DUMGOV_MA		0	(omitted)				
DUMGOV_M2		0	(omitted)				
_cons		.3510398	.0029033	120.91	0.000	.3453241	.3567555

Apêndice 8 – Resultados do *Stata* para o modelo de efeitos fixos do terceiro painel

```
. xtreg INT LnTAM DOA DUMSET_BENS DUMSET_CO_CI DUMSET_CO_NCI DUMSET_FIN
    DUMSET_MAT_BA DUMSET_PETR DUMSET_SAU DUMSET_TI DUMGOV_NM DUMGOV_N1 DUMGOV_N2
    DUMGOV_MA DUMGOV_M2, fe
```

```
note: DUMSET_BENS omitted because of collinearity
note: DUMSET_CO_CI omitted because of collinearity
note: DUMSET_CO_NCI omitted because of collinearity
note: DUMSET_FIN omitted because of collinearity
note: DUMSET_MAT_BA omitted because of collinearity
note: DUMSET_PETR omitted because of collinearity
note: DUMSET_SAU omitted because of collinearity
note: DUMSET_TI omitted because of collinearity
note: DUMGOV_NM omitted because of collinearity
note: DUMGOV_N1 omitted because of collinearity
note: DUMGOV_N2 omitted because of collinearity
note: DUMGOV_MA omitted because of collinearity
note: DUMGOV_M2 omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      822
Group variable: id                    Number of groups =      274
```

```
R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.0591                      min =      3
    between = 0.2352                     avg =     3.0
    overall = 0.1642                     max =      3
```

```
corr(u_i, Xb) = 0.2898                  F(2,546)        =     17.16
                                      Prob > F          =     0.0000
```

INT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LnTAM	.0008452	.0003961	2.13	0.033	.0000672	.0016232
DOA	.0006113	.0001148	5.33	0.000	.0003858	.0008367
DUMSET_BENS	0	(omitted)				
DUMSET_CO_CI	0	(omitted)				
DUMSET_CO_NCI	0	(omitted)				
DUMSET_FIN	0	(omitted)				
DUMSET_MAT_BA	0	(omitted)				
DUMSET_PETR	0	(omitted)				
DUMSET_SAU	0	(omitted)				
DUMSET_TI	0	(omitted)				
DUMGOV_NM	0	(omitted)				
DUMGOV_N1	0	(omitted)				
DUMGOV_N2	0	(omitted)				
DUMGOV_MA	0	(omitted)				
DUMGOV_M2	0	(omitted)				
_cons	.0050807	.0047236	1.08	0.283	-.004198	.0143595
sigma_u	.06166824					
sigma_e	.03443519					
rho	.76230892	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0: F(273, 546) = 8.81                      Prob > F = 0.0000
```

Apêndice 9 – Resultados do *Stata* para o modelo de efeitos fixos com erro padrão de *Huber-White* do terceiro painel

```
. xtreg INT LnTAM DOA DUMSET_BENS DUMSET_CO_CI DUMSET_CO_NCI DUMSET_FIN
    DUMSET_MAT_BA DUMSET_PETR DUMSET_SAU DUMSET_TI DUMGOV_NM DUMGOV_N1 DUMGOV_N2
    DUMGOV_MA DUMGOV_M2, fe vce(robust)
```

```
note: DUMSET_BENS omitted because of collinearity
note: DUMSET_CO_CI omitted because of collinearity
note: DUMSET_CO_NCI omitted because of collinearity
note: DUMSET_FIN omitted because of collinearity
note: DUMSET_MAT_BA omitted because of collinearity
note: DUMSET_PETR omitted because of collinearity
note: DUMSET_SAU omitted because of collinearity
note: DUMSET_TI omitted because of collinearity
note: DUMGOV_NM omitted because of collinearity
note: DUMGOV_N1 omitted because of collinearity
note: DUMGOV_N2 omitted because of collinearity
note: DUMGOV_MA omitted because of collinearity
note: DUMGOV_M2 omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      822
Group variable: id                    Number of groups =      274
```

```
R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.0591                      min =          3
    between = 0.2352                     avg =         3.0
    overall = 0.1642                     max =          3
```

```
corr(u_i, Xb) = 0.2898                  F(2,273)        =      68.37
                                          Prob > F         =      0.0000
```

(Std. Err. adjusted for 274 clusters in id)

		Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
INT							
LnTAM		.0008452	.000597	1.42	0.158	-.00033	.0020205
DOA		.0006113	.0000536	11.41	0.000	.0005058	.0007168
DUMSET_BENS		0	(omitted)				
DUMSET_CO_CI		0	(omitted)				
DUMSET_CO_NCI		0	(omitted)				
DUMSET_FIN		0	(omitted)				
DUMSET_MAT_BA		0	(omitted)				
DUMSET_PETR		0	(omitted)				
DUMSET_SAU		0	(omitted)				
DUMSET_TI		0	(omitted)				
DUMGOV_NM		0	(omitted)				
DUMGOV_N1		0	(omitted)				
DUMGOV_N2		0	(omitted)				
DUMGOV_MA		0	(omitted)				
DUMGOV_M2		0	(omitted)				
_cons		.0050807	.0068864	0.74	0.461	-.0084764	.0186379
sigma_u		.06166824					
sigma_e		.03443519					
rho		.76230892	(fraction of variance due to u_i)				

