

**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE MESTRADO ACADÊMICO**

ANA KAROLINY APOLINÁRIO SANTOS

**CUSTO E GANHO DA DÍVIDA E AS CONEXÕES POLÍTICAS: UM ESTUDO EM
EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

João Pessoa – PB

2017



ANA KAROLINY APOLINÁRIO SANTOS

**CUSTO E GANHO DA DÍVIDA E AS CONEXÕES POLÍTICAS: UM ESTUDO EM
EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba.

Área de concentração: Administração e Sociedade

Linha de pesquisa: Informação e Mercado

Ênfase: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Orleans Silva Martins

João Pessoa – PB

2017

S237c Santos, Ana Karoliny Apolinário.
Custo e ganho da dívida e as conexões políticas: um estudo em empresas listadas na BM&FBOVESPA / Ana Karoliny Apolinário Santos. - João Pessoa, 2017.
73 f.: il. -

Orientador: Orleans Silva Martins.
Dissertação (Mestrado) - UFPB/ CCSA

1. Custos. 2. Empresas - dívidas. 3. Gerenciamento de ganhos e custos. I. Título.

UFPB/BC

CDU: 657.47(043)

FOLHA DE APROVAÇÃO

Ana Karoliny Apolinário Santos

CUSTO E GANHO DA DÍVIDA E AS CONEXÕES POLÍTICAS: UM ESTUDO EM EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

Dissertação apresentada como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba.

Área de Concentração: Administração e Sociedade

Linha de Pesquisa: Informação e Mercado

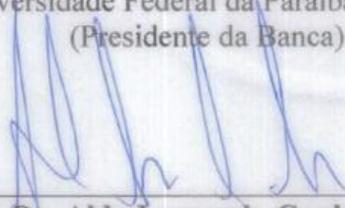
Ênfase: Finanças

Dissertação aprovada em: 23 de fevereiro de 2017

BANCA EXAMINADORA



Prof. Dr. Orleans Silva Martins
Universidade Federal da Paraíba – UFPB
(Presidente da Banca)



Prof. Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado
Universidade Federal da Paraíba – UFPB
(Examinador interno)

Prof. Dr. Silvio Parodi Oliveira Camilo
Universidade do Extremo Sul Catarinense – UNESC
(Examinador externo)

AGRADECIMENTOS

A Deus, acima de tudo, por estar à frente de cada passo na realização desta conquista.

Ao meu marido, Rafael, pelo amor e companheirismo incondicional que me fez enfrentar todos os desafios e alegrias que encontrei ao longo desta jornada; por todo o apoio, carinho e compreensão, em tantas noites mal dormidas de estudos.

Aos meu pais, Arimatéia e Socorro, e ao meu irmão, Rafael, por toda a dedicação de uma vida inteira que me fez ser a pessoa que sou hoje; e por permitirem significativamente a concretização deste sonho.

Aos meus sogros, Tião e Sandra, por me apoiarem em vários momentos difíceis dessa jornada, por serem como meus segundos pais.

Ao professor Orleans, por contribuir consideravelmente para a minha formação como acadêmica, pesquisadora, docente e, principalmente, durante a construção desse trabalho. Seu exemplo de profissional sempre será uma fonte de inspiração para a minha vida.

Aos meus companheiros de curso e amigos da Turma 40, em especial, Natthalya Etyenne e Ramon Rodrigues, por compartilharmos quase que diariamente os mesmos desafios e conquistas ao longo desses dois anos. Lutamos e vencemos juntos!

Aos professores Aldo Callado e Silvio Camilo, pelas significativas contribuições para o aperfeiçoamento desse trabalho, meu muito obrigada.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) da UFPB, por todo o conhecimento transmitido e parcela de contribuição para o meu crescimento profissional.

Aos colaboradores da base de dados ComDinheiro, pela disponibilidade e suporte sem os quais eu não teria realizado esta pesquisa.

RESUMO

Este estudo buscou analisar qual é o efeito das conexões políticas sobre o custo e o ganho da dívida das empresas, pressupondo a importância dos benefícios atrelados à interferência política do governo nas firmas. Com base no modelo proposto por Bliss e Gull (2012), as conexões políticas foram mensuradas de modo adaptado ao contexto brasileiro, seguindo três meios em que o governo se utiliza para manter elos com as organizações, são eles: a conexão por estrutura de propriedade, por conselho de administração e por doações ou financiamentos às campanhas eleitorais. A amostra contou com 233 empresas que tiveram seu custo e seu ganho da dívida quantificado, verificadas as possíveis relações com as conexões políticas e algumas características financeiras, por meio de regressões pelo Método dos Mínimos Quadrados Ponderados (MQP), metodologia que busca atribuir um menor peso às observações que possuem maior variância do erro. Nos resultados foi possível notar, a partir das análises descritivas, uma mediana do custo da dívida ao ano de 16,72. Também pode ser observado que o ganho efetivo da dívida, proveniente da redução de seu custo, não é desfrutado por todas as empresas da amostra. Com base nas análises de regressão, pode-se observar que as empresas que mantêm em sua estrutura acionária a propriedade do governo, com a participação acionária de forma direta, apresentam um custo da dívida reduzido em relação às demais empresas da amostra. Adicionalmente, as evidências indicam que empresas que possuem membros de seus Conselhos de Administração com antecedentes políticos auferem maiores ganhos da dívida. Dessa forma, é possível destacar que as principais contribuições deste estudo se referem às evidências de que as conexões políticas das empresas no Brasil estão diretamente ligadas à redução do custo da dívida das empresas, o que é ratificado pelo estudo, também, de suas relações positivas com o ganho da dívida, uma vez que é possível notar que empresas conectadas politicamente possuem maior redução de seu custo da dívida do que do seu custo de capital próprio. Isto sugere que tais empresas podem estar tendo maior acesso às taxas de juros reduzidas dos bancos públicos.

Palavras-chave: Custo da Dívida; Ganho da Dívida; Conexões Políticas.

ABSTRACT

This study sought to analyze the effect of the political connections on the cost and the corporate debt gain, assuming the importance of the benefits tied to the government's political interference in the firms. Based on the model proposed by Bliss and Gull (2012), the political connections were measured in a way adapted to the Brazilian context, following three means in which the government uses to maintain links with the organizations, they are: the connection by property structure, By board of directors and by donations or financing to the electoral campaigns. The sample consisted of 233 companies that had their cost and their debt gain quantified, verified the possible relations with the political connections and some financial characteristics, through regressions by the Weighted Least Squares Method (MQP), a methodology that seeks to assign a lower Weight to the observations that have greater variance of the error. In the results it was possible to observe, from the descriptive analyzes, a median of the debt cost per year of 16.72. It can also be observed that the effective gain of the debt, from the reduction of its cost, is not enjoyed by all the companies in the sample. Based on the regression analysis, it can be observed that the companies that hold the government ownership, with the direct shareholding in their shareholding structure, have a reduced debt cost in relation to the other companies in the sample. In addition, the evidence indicates that companies that have members of their Boards of Directors with political backgrounds earn higher debt gains. Thus, it is possible to emphasize that the main contributions of this study refer to the evidence that the political connections of companies in Brazil are directly related to the reduction of the cost of corporate debt, which is also confirmed by the study of their positive relations With the debt gain, since it is possible to notice that politically connected companies have a greater reduction of their cost of debt than their cost of equity. This suggests that such firms may be having greater access to the reduced interest rates of public banks.

Key words: debt cost, debt gain, political connections.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Variáveis de controle do modelo.....	41
Quadro 2 – Comparação entre as relações esperadas e encontradas (Variável dependente KD)	55
Quadro 3 – Comparação entre as relações esperadas e encontradas (Variável dependente GD)	57

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1 – Formação da amostra.....	38
Tabela 2 – Estatística descritiva.....	44
Tabela 3 – Participação direta e indireta do governo por setor (2010-2015).....	46
Tabela 4 – Doação de empresas por setor às campanhas eleitorais (2010, 2012 e 2014).....	48
Tabela 5 – Matriz de correlação.....	51
Tabela 6 – Regressão custo da dívida x variáveis independentes e de controle.....	53
Tabela 7 - Regressão ganho da dívida x variáveis independentes e de controle.....	56
Gráfico 1 – Participação de membros políticos nos conselhos de administração (2010-2015)..	47
Gráfico 2 – Doações de empresas às campanhas eleitorais (2010, 2012 e 2014).....	49

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ALAV – Alavancagem

BASA - Banco da Amazônia (BASA)

BB - Banco do Brasil

BNB - Banco do Nordeste

BNB – Banco do Nordeste

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CAPEX – Despesas de capital

CEF - Caixa Econômica Federal

CMPC – Custo Médio Ponderado de Capital

CONP_TIPO1A – Conexão política por estrutura de propriedade direta

CONP_TIPO1B – Conexão política por estrutura de propriedade indireta

CONP_TIPO2 – Conexão política por conselho de administração

CONP_TIPO3 - Conexão política por doações a campanhas eleitorais

FC – Fluxo de caixa

GC – Governança corporativa

GD - Ganho da dívida

IRFS – International Financial Reporting Standards

Kd – Custo da dívida

KLSE - Kuala Lumpur Stock Exchange

LC – Liquidez corrente

MQO – Mínimos Quadrados Ordinários

MQP – Mínimos Quadrados Ponderados

TAM – Tamanho da empresa

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	13
1.2 OBJETIVOS	15
1.2.1 Objetivo Geral	16
1.2.2 Objetivos Específicos	16
1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES.....	16
1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	18
2 REVISÃO DA LITERATURA	19
2.1 TEORIAS DA AGÊNCIA E DA DEPENDÊNCIA DOS RECURSOS: PERSPECTIVAS CONVERGENTES	19
2.2 CUSTO DA DÍVIDA	23
2.2.1 Ganho da Dívida.....	26
2.3 CONEXÕES POLÍTICAS	28
2.3.1 Conexões Políticas por Estrutura de Propriedade	29
2.3.2 Conexões Políticas por Conselho de Administração.....	30
2.3.3 Conexões Políticas por Doações ou Financiamento de Campanhas Eleitorais.....	32
2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	34
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	38
3.1 PLANO AMOSTRAL.....	38
3.2 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS.....	38
3.3 VARIÁVEIS INDEPENDENTES	39
3.3.1 Variáveis de Controle	40
3.3 MODELOS E MÉTODO DE ESTIMAÇÃO.....	42
4 RESULTADOS	45
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA	45
4.1.1 O Governo Como Acionista Direto e Indireto	46
4.1.2 O Governo como Membro do Conselho de Administração	48
4.1.3 As doações de Empresas à Campanhas Eleitorais.....	49
4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO.....	51
4.3 ANÁLISE DE REGRESSÃO	53
5 CONCLUSÃO	59
REFERÊNCIAS	62

APÊNDICE A – TESTE DE DIAGNÓSTICO DE PAINEL NO GRETL	69
APÊNDICE B – ANÁLISE DE REGRESSÃO NO GRETL.....	71
APÊNDICE C – ANÁLISE DE REGRESSÃO NO GRETL COM MUDANÇA DA VARIÁVEL CONP_TIPO3.....	73

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

A expansão da capacidade produtiva de uma empresa está condicionada às suas alternativas de financiamento. Ao optar por financiar seus investimentos captando recursos junto a credores externos, as organizações incorrem em custo dessa dívida, que representa a taxa de remuneração paga aos credores por ofertarem capital à empresa. E essa relação entre empresa e credores enfatiza o caráter dependente que as organizações têm com o ambiente externo. Nesse sentido, o desenvolvimento de vínculos políticos pode se configurar como uma estratégia voltada para o aumento do fluxo de recursos da firma, isto é, as organizações podem se utilizar de conexões políticas, seja de forma direta ou indireta, para desfrutar de benefícios que abrangem, dentre outros fatores, a obtenção de um custo da dívida menor.

Considerado como uma ramificação do custo da dívida, o ganho da dívida é tratado na literatura como um prêmio ou *spread* concebido aos administradores por sustentarem uma estrutura de capital alavancada com um custo da dívida inferior ao custo do capital próprio (MARTINS; CARVALHO; ASSAF NETO, 2008). Caso a empresa não consiga auferir um custo da dívida inferior ao custo do capital próprio, há um *spread* negativo que implica em custos adicionais, segundo esses autores. Modigliani e Miller (1958, 1959, 1963) oferecem um arcabouço teórico que permite compreender a relevância da escolha por capital de terceiros ao invés de capital próprio, e fornecem subsídios à discussão acerca dos custos de capital das empresas e, conseqüentemente, de sua economia ou ganho da dívida.

As organizações que precisam realizar financiamento externo no âmbito brasileiro estão sujeitas a um mercado de capitais não plenamente desenvolvido, com um crédito público insuficiente e um crédito privado incipiente (COSTA; DEOS, 2002). Nesse contexto, a participação governamental em uma empresa pode configurar-se como uma estratégia que pode influenciar na redução das incertezas ambientais (PFEFFER, 1972). A Teoria da Dependência dos Recursos permite compreender tal posicionamento, a empresa relaciona-se com o ambiente externo por meio de estratégias específicas, como a formação de alianças com o governo, com o intuito de garantir a sua sobrevivência, reduzir a dependência externa e buscar um aumento do controle sobre o ambiente (PFEFFER; SALANCIK, 2003).

No entanto, a influência do governo nas empresas também permite a abertura de lacunas que discutem as desvantagens de realizar conexões políticas. Destarte a característica da ingerência administrativa, quando o governo pode utilizar dos seus poderes de decisão para

atingir objetivos divergentes do que é esperado pelos acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997), dificultando a maximização do valor da empresa e ocasionando conflitos entre gestores e os detentores do capital, gerando o chamado conflito de agência (BREY *et al.*, 2011).

Sob a ótica da Teoria da Agência, a separação entre a propriedade (principal) e a gestão (agente) das empresas fornece um cenário propício ao conflito de interesses, em virtude de ambas as partes serem maximizadoras de utilidade (JENSEN; MECKING, 1976). Diante disso, a fim de evitar que tais conflitos sejam intensificados, os investidores e os arranjos institucionais recorrem a mecanismos de Governança Corporativa que buscam superar o conflito de agência. E este esforço à redução desses conflitos ocasiona os chamados custos de agência, que estão relacionados à formalização dos contratos e à monitoração dos gestores na execução dos objetivos do principal.

No âmbito brasileiro, os conflitos de agência são intensificados pelas características das empresas, como sua estrutura acionária, que tende a estar concentrada em posse de pequenos grupos de investidores (CARVALHAL DA SILVA, 2004; CAMPOS, 2006; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Além disso, pela significativa participação do governo nas empresas, seja de forma direta ou indireta, o que pode influenciar seus custos de agência, pois o governo tende a priorizar objetivos que podem não estar alinhados com os propósitos da organização (HART; SHLEIFER; VISHNY, 1996; SHLEIFER, 1998, THOMSEN; PEDERSEN, 2000).

A participação do governo também é discutida pois ele pode intervir em uma empresa por alguns mecanismos específicos de conexões políticas, classificados como diretos ou indiretos. Direta por meio da estrutura de propriedade ou do conselho de administração, em que o governo pode interferir em decisões relevantes da companhia devido à sua participação acionária significativa, ou por meio de financiamento de campanhas eleitorais dos políticos pelas empresas (FISMAN; 2001; ANG e DING, 2006; FACCIO, 2006; CLAESSENS FEIJEN; LAEVEN, 2008; FIRTH *et al.* 2009; BREY *et al.*, 2011); e indireta quando o governo tem participação por meio dos fundos de pensão de empresas estatais, como no caso da previdência complementar dos funcionários do Banco do Brasil (PREVI) e da Caixa Econômica Federal (FUNCEF), ou por meio da participação acionária em segundo nível, uma empresa que é controlada pelo governo e detém participação em diversas outras organizações de capital aberto (LAZZARINI, 2011).

No Brasil, os bancos públicos possuem papel de destaque em sua tradicional e histórica função de fomentar o desenvolvimento econômico brasileiro, a exemplo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), do Banco do Nordeste (BNB), do Banco do

Brasil (BB), da Caixa Econômica Federal (CEF), do Banco da Amazônia (BASA) e do Banco do Nordeste (BNB). O BNDES destaca-se por ser o principal financiador de setores ligados à infraestrutura e indústria brasileira, o BB constitui a principal instituição provedora do crédito, a CEF está relacionada, principalmente, à linha de crédito imobiliário, e o BASA e o BNB atuam como as principais instituições de fomento regional (IPEA, 2011). Essas instituições atuam na resolução de problemas de natureza estrutural da economia do país, e habitualmente oferecem taxas de juros menores às empresas, devido a subsídios do governo. Dessa forma, é possível pressupor a importância que possíveis conexões políticas podem ter diante da formação do custo e do ganho da dívida das empresas.

Na literatura internacional é possível identificar dois cenários diferentes: i) em que a conexão política pode provocar um aumento no custo da dívida (ALCHIAN, 1965; SHLEIFER; VISHNY, 1994; BLISS; GUL, 2012), com base no argumento de que os objetivos políticos são diferentes dos objetivos organizacionais, além de que empresas com ligações políticas são consideradas mais arriscadas sob o ponto de vista dos credores; e ii) em que conexões políticas podem causar um efeito redutor no custo da dívida (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; BORISOVA; MEGGINSON, 2011; FIELDS; FRASER; SUBRAHMANYAM, 2012; SHAILER; WANG, 2015), a partir de evidências que indicam que a propriedade do governo exerce papel fundamental na redução do custo da dívida, ao passo que também traz benefícios atrelados à diminuição do risco de expropriação, entre outros aspectos.

Em face destas duas vertentes, espera-se que as conexões políticas no Brasil possam provocar um efeito redutor no custo da dívida das empresas, seguindo o posicionamento de que a interferência política nas empresas do país é comparável à uma “troca de favores”, como observam Boas, Hidalgo e Richardson (2014), que identificaram um aumento substancial na alavancagem bancária de empresas que realizaram conexões políticas. Com base nisso, este trabalho busca responder à seguinte questão de pesquisa: **qual é o efeito das conexões políticas sobre o custo e o ganho da dívida em empresas listadas na BM&FBovespa?**

1.2 OBJETIVOS

A partir dessa contextualização, apresentam-se os objetivos geral e específicos.

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar o efeito das conexões políticas diretas e indiretas sobre o custo e o ganho da dívida em empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa no período de 2010 a 2015.

1.2.2 Objetivos Específicos

Além do objetivo geral, apresentam-se os seguintes objetivos específicos:

- a) Estimar o custo e o ganho da dívida em empresas listadas na BM&FBovespa;
- b) Identificar as conexões políticas diretas e indiretas entre as firmas e o governo;
- c) Analisar os efeitos das conexões políticas sobre o custo e o ganho da dívida dessas empresas, considerando suas características intrínsecas.

1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES

As empresas brasileiras podem apresentar várias motivações para justificar sua decisão por manter conexões políticas. Supõe-se que tais motivos podem estar relacionados ao acesso preferencial ao financiamento, como aponta Claessens, Feijen e Laeven (2008). Brey *et al.* (2011) evidenciam que no Brasil este propósito está voltado ao aumento do desempenho e à sobrevivência da empresa diante da competitividade no mercado, além da redução da dependência externa de crédito. E Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012) atribuem à redução do custo da dívida um dos motivos pelos quais as empresas buscam estabelecer tais conexões. Considerando as evidências citadas, observa-se a prevalência do uso dos vínculos com o governo para explorar oportunidades de mercado ou para influenciar determinadas decisões de interesse.

Os estudos que abordam os vínculos formados entre firma e governo vêm ganhando relevância no Brasil, devido à influência cada vez mais significativa do governo nas empresas e das possíveis vantagens atreladas a este relacionamento. Ao voltar-se para o contexto nacional, este trabalho fomenta, principalmente, o interesse das firmas em estabelecer conexões políticas como estratégias oportunistas de mercado. A exemplo disso, Lazzarini (2011) evidencia que grandes grupos privados nacionais dominam os principais projetos do país devido ao apoio do governo. A evolução da participação do Estado na economia brasileira, principalmente por meio do BNDES e dos fundos de pensão de empresas estatais, ressalta que mesmo com as importantes mudanças ocorridas no país, duas décadas após a implantação do

Plano Real, as empresas brasileiras não perderam a perfil de “apadrinhamento” (LAZZARINI, 2011).

Cabe destacar que as conexões apresentam efeitos positivos e negativos na economia. Lazzarini (2011) aponta que a partir dos laços formados com o governo grandes projetos foram concretizados e houve uma garantia maior de financiamento de longo prazo. Por outro lado, evidencia-se o surgimento de canais clientelistas de relacionamento entre setor público e privado, a partir do momento em que o governo começou a interferir nas estratégias empresariais (LAZZARINI, 2011).

No referido estudo, parte-se do pressuposto de que firmas que decidem estabelecer vínculos políticos buscam taxas de remuneração da dívida mais baixas e, conseqüentemente, ganho da dívida mais altos (GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2006; CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; BORISOVA; MEGGINSON, 2011; BREY *et al.*, 2011; FIELDS; FRASER; SUBRAHMANYAM; 2012; LAZZARINI, 2011; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2013; SHAILER; WANG, 2015). Cenário propício especialmente para empresas com baixas oportunidades de investimentos e, ao mesmo tempo, com severas restrições na sua capacidade de captar capital externo, aspecto particular de economias emergentes (INOUE; LAZZARINI; MUSSACHIO, 2013).

Com a realização deste trabalho, busca-se fomentar contribuições empíricas e metodológicas. Primeiramente, as contribuições empíricas estão direcionadas para as evidências relacionadas à influência das conexões políticas nas empresas, tanto pelo fator custo, como pelo ganho da dívida, tendo em vista a lacuna na literatura nacional sobre a análise das conexões nestas duas perspectivas.

E as contribuições metodológicas se referem à adaptação do modelo proposto por Bliss e Gul (2012) ao contexto brasileiro. No referido estudo, as conexões políticas de empresas da Malásia foram estimadas por meio de uma dummy, com base nos relatórios anuais publicados na *Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE). Já nesta pesquisa, a variável de conexões permitiu identificar os laços entre firma e governo de modo mais próximo à realidade das empresas da amostra, por abranger as conexões em três vias distintas: por estrutura de propriedade, por conselho de administração e por doações ou financiamento a campanhas eleitorais. Adicionalmente, também é estimado o efeito das conexões políticas sobre o ganho da dívida. Esta relação, de acordo com o levantamento realizado na literatura, ainda não foi investigada até o presente momento.

1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Após esse capítulo introdutório, apresentamos a fundamentação teórica necessária para aportar o estudo, tratando de forma geral sobre a teoria da agência e a teoria da dependência dos recursos sob uma perspectiva convergente, de modo a destacar a importância dos elos construídos entre firmas e ambiente político. Nessa linha, apresentamos os principais aspectos teóricos que abrangem o custo e o ganho da dívida, seguido pela abordagem conceitual das conexões políticas por três meios específicos, no intuito de evidenciar que a formação de conexões políticas pode acarretar em vantagens relacionadas a captação de recursos com taxas menores junto aos bancos, além de ganhos da dívida.

O terceiro capítulo contempla as evidências empíricas que sustentam as hipóteses desse trabalho. No quarto capítulo detalhamos os procedimentos metodológicos escolhidos para coleta dos dados e execução empírica do estudo. Em sequência, abordamos a análise dos resultados obtidos, apresentando os dados empíricos de forma exploratória e por meio do modelo selecionado. E após a discussão dos resultados, realizamos as considerações finais sobre o trabalho enfatizando contribuições e limitações da pesquisa.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Nesta seção é apresentada uma revisão da literatura acerca do arcabouço teórico que direciona esta pesquisa. Inicia-se a discussão com base nas perspectivas teóricas da Teoria da Agência e da Teoria da Dependência dos Recursos, adentrando na concepção conceitual do custo e do ganho da dívida das empresas, para então abordar os tipos de conexões políticas que podem ser formadas entre firma e governo, e as hipóteses que regem esta pesquisa.

2.1 TEORIAS DA AGÊNCIA E DA DEPENDÊNCIA DOS RECURSOS: PERSPECTIVAS CONVERGENTES

No contexto que permeia o início do século XX, no qual as empresas e o mercado de capitais se encontravam em potencial expansão, configurou-se a separação entre propriedade e controle nas companhias, em que o controle acionário passava a ser pulverizado e os papéis de principal (acionista) e agente (administrador) se estabeleciam por meio de contratos na chamada “corporação moderna”. Esse aspecto de descentralização impulsionou o distanciamento da figura do proprietário da gestão da empresa, de maneira que o acionista se limitou aos compromissos relacionados à sua parcela de investimento na companhia (FAMA, 1980). Com isso, a relação entre essas duas partes passou a estar associada ao problema de agência, motivados por conflitos de interesses.

Para entender o problema de agência se faz necessário, primeiramente, esclarecer o que compete um relacionamento de agência. Tal definição é expressa por Jensen e Meckling (1976), que descrevem uma relação de agência como um contrato estabelecido entre um ou mais indivíduos, caracterizando-os como principal(is) e agente(s), em que o agente é responsável por executar as decisões proferidas pelo(s) principal(is) a partir dos poderes delegados a ele por meio de um contrato. O possível aspecto intrínseco de maximização de utilidade em ambas as partes pode impedir que o agente tome decisões de acordo com os interesses do(s) principal(is), surgindo, então, o conflito que origina a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Antes mesmo da formalização do conflito de agência, o sentido da relação entre agente e principal havia sido sinalizado por Adam Smith, em 1776, em sua obra “A riqueza das nações”, que permite entender o conflito entre as partes de uma sociedade anônima. Para esse autor,

“Contudo, não se pode esperar que os membros do conselho dessas empresas (de sociedade anônima por ações), por serem os administradores do dinheiro alheio e não do próprio dinheiro, o protejam com a mesma vigilância atenta que os sócios de uma empresa privada costumam dedicar ao próprio dinheiro. Como os capatazes de um homem rico, eles tendem a se envolver em detalhes não necessariamente visando a honra de seus senhores, e muito facilmente concedem a si mesmos a permissão para tanto. A negligência e a profusão, portanto, devem sempre prevalecer, em maior ou menor grau, na administração dos negócios de uma empresa como essa” (SMITH, 1776, p. 700).

Voltando essa passagem de Adam Smith para o contexto do mercado de capitais, permite-nos refletir que quando os administradores são contratados para gerir “o dinheiro alheio” o aspecto oportunista pode surgir, acentuando atitudes relacionadas à negligência e à profusão dos gestores, em maior ou menor grau (JENSEN; MECKLING, 1976). Assim, assume-se que há divergências entre o principal e o agente devido às diferentes funções de utilidade, em que as partes contratantes maximizam o seu bem-estar individual, e as decisões tomadas pelo principal podem se apresentar como inconsistentes com os objetivos do agente, uma vez que as preferências próprias podem ser privilegiadas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Jensen e Meckling (1976) ressaltam que a relação de agência pode ser visualizada em todos os tipos de organizações, em esforços cooperativos e em qualquer nível da administração de uma empresa, seja ela uma universidade, uma empresa sociedade anônima, uma cooperativa, um órgão público, um sindicato, no mercado imobiliário e até nas artes cênicas. Nesse sentido, Hart e Holmstrom (1986) atentam que as relações de agência são consideradas como onipresentes em uma economia, sendo o valor econômico da tomada de decisão correspondente ao valor das decisões de consumo individuais e, na prática, visualizam-se por meio de exemplos, como: trabalhadores contratados por uma empresa, que por sua vez estão subordinados a uma gerente que age em nome dos proprietários; médicos em atendimento de pacientes; advogados aconselhando clientes; e até no caso do governo, que impõe taxas a seus cidadãos para tomar decisões com o dinheiro público arrecadado.

Para cada modelo de organização que possa existir, podem surgir custos causados por informação assimétrica, aspecto que impede que os custos de agência sejam “baratos”. Ou seja, quando a informação não é igualmente distribuída entre o principal e o agente, surge a seleção adversa, no qual o principal se torna incapaz de julgar se as decisões do agente são ótimas ou não, gerando a assimetria informacional (HART; HOLMSTROM, 1986).

Os custos de agência surgem, inevitavelmente, em qualquer atividade que envolva a cooperação entre duas ou mais partes de um contrato, e estão relacionados à formalização dos contratos e à monitoração dos gestores na execução dos objetivos do principal, sendo

representados, especificamente, pelos seguintes dispêndios, com base em Jensen e Meckling (1976):

- Gastos com monitoramento: que são relacionados à auditoria, à montagem de sistemas de informações e outros custos diretos ao qual a empresa deve arcar para evitar uma postura oportunista;
- Despesas relacionadas às concessões contratuais: que se referem aos gastos relacionados com a criação de mecanismos de seguro do principal contra alguma atitude oportunista do agente; e,
- Custo residual: constituído do equivalente monetário oriundo da redução do bem-estar vivenciado pelo principal, ou seja, custos associados a alguma atitude que foge dos interesses incorridos.

Anos após a publicação da Teoria da Agência, Jensen e Meckling (1994) divulgaram pressupostos do comportamento humano que alicerçam as contribuições dessa teoria. Os autores argumentam que, primeiramente, os indivíduos são avaliadores, isto é, voltam-se para aspectos relacionados ao conhecimento, meio ambiente, honra, relacionamentos interpessoais, *status*, aprovação de outras pessoas, prestígio, cultura, riqueza, normas de conduta etc., ao passo que também estão propensos a fazerem *trade-off*, isto é, trocas de produtos de acordo com determinadas escolhas, e apresentam preferências transitivas, ou seja, se A opta por B e B opta por C, portanto, A opta por C.

Por conseguinte, Jensen e Meckling (1994) enfatizam a busca contínua pela maximização da utilidade dos indivíduos, reconhecendo que os mesmos possuem desejos ilimitados, sendo considerados como insaciáveis por preferirem sempre quantidades maiores de bens que eles avaliam como positivos, podendo ser de natureza material ou abstrata. Em seguida, esses autores consideram os indivíduos como criativos e capazes de se adaptarem, sendo chamados de *resourceful*, o qual apresentam a habilidade de projetar mudanças em seu ambiente, prever as consequências e gerar respostas que possibilitam novas oportunidades.

A julgar pela natureza racional do comportamento humano, enfatizado por Jensen e Meckling (1994), a delegação de autoridade para indivíduos com essas características impulsiona os problemas de agência, que implicam em custos devido à busca por redução dos conflitos de interesses. Objetivando minimizar estes problemas de agência, o sistema de governança corporativa se destaca por meio de mecanismos externos e internos. Para Andrade e Rossetti (2009), os mecanismos externos representam aqueles em que a empresa não tem influência significativa, como o ambiente legal e regulatório, o controle do mercado de capitais, os padrões contábeis exigidos, a competição dos mercados, o ativismo de investidores

institucionais e de acionistas e a atuação de fundos *private equity*. E os mecanismos internos são aqueles que a organização pode ter domínio e utilizá-los como meios de conexão com o ambiente para seu benefício próprio, como a concentração da propriedade acionária, a constituição dos conselhos de administração, a remuneração dos executivos, o monitoramento dos grupos de interesse e as estruturas multidivisionais de negócios (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Conforme Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012), sob a perspectiva da Teoria da Agência os mecanismos de governança corporativa atuam no monitoramento e controle do agente a fim de atingir melhores desempenhos organizacionais, contudo, ao mesmo tempo que as firmas utilizam destes mecanismos para monitorar e preservar os interesses dos acionistas, a corrente teórica da dependência dos recursos defende que é possível estender o seu papel para atitudes que relacionam a organização com o ambiente externo, contribuindo para a redução da interdependência e incerteza ambiental, além de favorecer a captação de recursos para a organização. Neste sentido, cabe destacar que a Teoria da Dependência dos Recursos defende que a organização interage com o ambiente externo a fim de adquirir suporte dos recursos que necessita e, em reciprocidade, podem ser exigidas determinadas ações por parte da empresa para o ambiente (ALDRICH; PFEFFER, 1976).

A Teoria da Dependência dos Recursos aponta que, a partir de estratégias voluntaristas, a organização pode responder à fatores externos por meio de elos formados entre o ambiente e acionistas, seja por meio do *chief executive officers (CEO)*, ou por meio dos membros do Conselho de Administração (*board interlocking*) (AGRAWAL; KNOEBER, 2001). Isto é, a governança se insere como um conjunto de práticas que se propõem a desenvolver essas ligações, no intuito de garantir que os recursos e informações necessárias sejam capturados (RODRIGUES; MALO, 2006).

Empresas que adotam estratégias de mudança da composição dos membros do Conselho de Administração, mediante inserção de conselheiros externos, revelam a importância dada ao gerenciamento ambiental da organização, conforme Daily e Dalton (1994a; 1994b). Além disto, o Conselho pode estabelecer vínculos com o ambiente externo por meio do chamado *board interlocking*, participação de conselheiros em múltiplas companhias que tem por intuito promover benefícios para ambas as partes, e quando o *interlocking* envolve ex-políticos que prestam serviços às empresas, as vantagens estão relacionadas ao fortalecimento da organização perante o mercado e o acesso a informações privilegiadas (BARRINGER; HARRISON, 2000).

Em um mercado competitivo, estreitar relações com o governo pode impulsionar a organização para a obtenção de recursos à um custo mais atrativo, bem como exercer

influências sobre políticas públicas (HILLMAN; HITT, 1999). Ao contratar membros do Conselho de Administração com antecedente políticos, a organização pode desfrutar de oportunidades de acesso à recursos e vantagens que a posicionem em um patamar diferenciado no mercado.

Hillman, Withers e Collins (2009) enfatizam que não é prática comum o uso da Teoria da Dependência dos Recursos no estudo de mecanismos como o Conselho de Administração, tal como é visto com a Teoria da Agência, porém, evidências empíricas como as de Johnson, Daily e Ellstrand (1996) e Zahra e Pearce (1989) apontam que o debate sobre o Conselho de Administração é mais bem compreendido sob as lentes desta teoria.

Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012) argumentam que, para Teoria da Dependência dos Recursos, o Conselho de Administração atua em atividades voltadas à formação de laços com o ambiente, exercendo uma função proativa que se propõe a contribuir para um melhor desempenho da organização, ao almejar, por exemplo, a captação facilitada de recursos junto a instituições financeiras do governo; e para a Teoria da Agência, o Conselho de Administração exerce um papel ativo no monitoramento e controle do agente, buscando a preservação dos interesses dos acionistas, a redução dos custos de agência e, conseqüentemente, desempenhos satisfatórios para a organização. Diante destas duas abordagens teóricas, os autores denotam não só a convergência de perspectivas, mas também a complementaridade de princípios, devido ao fato de que a concepção da Teoria da Dependência dos Recursos amplia o papel de conselho, além de destacar a importância das ligações formadas com o ambiente externo à organização.

Diante da relevância desta proposta de integração teórica, entende-se que os elos construídos entre firmas e ambiente político geram benefícios mútuos, as organizações permitem que alianças com o governo sejam formadas em troca de determinadas vantagens. Esse estudo volta-se, especificamente, para o benefício do custo e do ganho da dívida, isto é, para obter certas vantagens financeiras, como custos menos onerosos, a firma utiliza de mecanismos para estabelecer laços com instituições que possam contribuir com sua finalidade.

2.2 CUSTO DA DÍVIDA

Famá e Grava (2000) apontam que a década de 1970 é marcada por contribuições significativas para a literatura de Finanças, sendo esta fase responsável por impulsionar debates baseados na imprevisibilidade dos fatos futuros, por meio de estudos como os de Modigliani e Miller (1958, 1959, 1963) que formularam concepções sobre a forma como se considerava a

estrutura de capital das empresas, além do trabalho de Jensen e Meckling (1976), que introduziu a discussão sobre o conflito de agência.

A publicação do estudo “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, de Modigliani e Miller (1958), abriu caminhos para o desenvolvimento de uma segunda corrente teórica sobre a estrutura de capital, que questiona a chamada “visão tradicional”. Na teoria tradicional, Durand (1952) defende que há uma estrutura ótima de capital que maximiza o valor da empresa, a qual é formada por um *trade-off* entre dívidas e capitais próprios, sendo determinado um limite de endividamento que, se ultrapassado, proporciona perda de valor para a empresa. Em contrapartida, Modigliani e Miller (1958) argumentam que a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa.

Para Modigliani e Miller (1958), mudanças nas combinações das fontes de financiamento, sejam elas por capital próprio ou de terceiros, não provocam alterações no Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) e são consideradas irrelevantes para o valor de mercado de uma empresa. O CMPC constitui a média ponderada dos custos do capital de terceiros e do capital próprio, conforme é apresentado na Equação 1.

$$CMPC_m = \frac{k_d \times P_m}{(P_m + PL_m)} + \frac{k_e \times PL_m}{(P_m + PL_m)} \quad (1)$$

Em que, $CMPC_m$ é o Custo Médio Ponderado de Capital da empresa m ; k_d é o custo do capital de terceiros; k_e é o custo do capital próprio; P_m é a proporção de capital de terceiros da empresa m ; e PL_m é a proporção de capital próprio da empresa m .

O custo da dívida presente na formulação do CMPC, também chamado de custo do capital de terceiros, representa a remuneração paga aos credores. O k_d pode ser obtido por meio da venda de títulos no mercado de capitais ou por empréstimos junto a bancos (OREIRO *et al.*, 2007). Assim, o custo da dívida, representado por k_d , é expresso pela divisão das despesas financeiras pelo passivo oneroso, conforme Equação 2.

$$k_d = \frac{DF}{PO} \quad (2)$$

Em que, k_d é o custo da dívida; DF é a despesa financeira; e PO é o passivo oneroso.

Para Minardi *et al.* (2007), o custo da dívida é considerado mais barato do que o custo do capital próprio, pois os credores que ofertam o capital de terceiros assumem menos riscos,

devido à prioridade dada à remuneração corrente e ao ressarcimento em caso de falência ou reorganização da empresa, tornando, portanto, o capital mais barato. Por outro lado, os autores afirmam que o uso expressivo de capital de empréstimos aumenta o risco de falência e os custos para o acionista.

A partir da relevância do custo da dívida, Modigliani e Miller (1958) lançam proposições que estão alicerçadas na relação entre a estrutura de capital e o valor da empresa a partir do uso do capital de terceiros. Na Proposição I, os autores abordam que é possível reproduzir o efeito alavancagem em uma empresa utilizando-se de um empréstimo ou, se preferir, de títulos de dívida, pois nas duas formas o investidor pode se beneficiar de ganhos imediatos e sem riscos quando comparado com uma empresa que apresenta o mesmo fluxo de caixa esperado, mas possui valor de mercado diferente de uma empresa alavancada.

Entre as limitações da Proposição I, a presunção de ausência de impostos sobre os lucros da empresa recebe destaque, sendo os próprios autores a apontarem no trabalho de 1963 uma concepção nova para este pressuposto. De acordo com o modelo revisado, há um benefício fiscal advindo do endividamento, pois as despesas com juros reduzem o imposto de renda a pagar das empresas (MODIGLIANI; MILLER, 1963). Neste caso, os autores formulam que o valor de uma empresa alavancada é igual ao valor de uma empresa não alavancada, quando somado ao valor presente do benefício fiscal advindo do endividamento, conforme Equação 3.

$$V^L = V^U + \tau_c D \quad (3)$$

Em que, V^L é o valor de uma empresa alavancada; V^U é o valor de uma empresa não alavancada; τ_c é a alíquota do imposto de renda corporativo; e D é o valor de mercado da dívida.

Com a nova formulação considerando a existência de uma alíquota de imposto maior que zero, a dedutibilidade dos juros pagos como serviço das dívidas da empresa, observados em Modigliani e Miller (1963), permite argumentar que com o aumento da alavancagem há uma diminuição do valor do CMPC e, portanto, aumento do valor da empresa.

A Proposição II, também expressa no estudo de Modigliani e Miller (1958), oferece argumentos que focam na constância do CMPC independente das alterações das proporções de capital de terceiros e capital próprio. Isto é, o aumento das dívidas provoca uma maior probabilidade de falência devido à obrigação de pagamento de juros e amortizações, desse modo, ao atingir um certo nível de endividamento o risco de falência proporciona um efeito nulo sobre o benefício fiscal das dívidas.

Famá, Barros e Silveira (2001) afirmam que duas forças atuam simultaneamente, o CMPC tende a diminuir quando a proporção de capital de terceiros for menor do que a proporção de capital próprio e, em contrapartida, o CMPC tende a aumentar devido à proporção de financiamento por capital próprio ser dificultada devido ao risco de falência, com isso, as duas interações agem de maneira oposta e causam um efeito nulo sobre o CMPC.

Em suma, as visões tradicional e corrente evidenciam a principal vantagem associada ao uso do capital de terceiros: o benefício fiscal. Martins (2005) enfatiza que o benefício fiscal é semelhante a uma entrada de caixa em uma empresa de origem do governo. Quando os juros são deduzidos, a empresa obtém uma redução do fluxo de pagamento de imposto de renda sobre o lucro (MARTINS, 2005).

Conforme Martins, Carvalho e Assaf Neto (2008), o benefício fiscal da dívida (BF) representa o somatório das despesas de juros no ano t multiplicado pela alíquota do imposto de renda da empresa ($\sum_{t=1}^n J_t * T_C$), considerando o número de anos do contrato do financiamento, dividido pelo custo da dívida, conforme é expresso na Equação 4.

$$BF = \frac{\sum_{t=1}^n J_t * T_C}{k_d} \quad (4)$$

Em que, BF é o benefício fiscal do uso do capital de terceiros; J_t é a despesa de juros no ano t ; T_C é a alíquota do imposto de renda da empresa; e k_d é o custo da dívida.

No contexto brasileiro, Oreiro *et al.* (2007) afirmam que é comum que as empresas recorram a empréstimos bancários de curto prazo, ao invés de títulos no mercado, devido a um mercado de capitais pouco desenvolvido que apresenta, sobretudo, altas taxas de juros que causam elevados *spreads* bancários que contribuem para o aumento do custo da dívida das empresas. No entanto, destaca-se na literatura o benefício do ganho da dívida, o qual é evidenciado quando há possibilidade de captação de recursos a custos mais baratos.

2.2.1 Ganho da Dívida

Na teoria tradicional, Durand (1952) defende a existência de uma estrutura ótima de capital composta em parte por capital próprio e parte por capital de terceiros, a qual gera um benefício fiscal com base em um limite pré-determinado de endividamento que, se ultrapassado, aumenta o risco de falência e o custo para o acionista. Para Minardi *et al.* (2007), é interessante a adoção de uma estrutura de capital com um custo de capital de terceiros único para todo um

conglomerado de empresas, pois há possibilidade de vantagens de taxas de juros baixas quando existe uma política centralizada de obtenção de recursos. Neste contexto, os autores afirmam que o custo da dívida é considerado mais barato do que o custo do capital próprio, pois os credores que ofertam o capital de terceiros assumem menos riscos, devido à prioridade dada à remuneração corrente e ao ressarcimento em caso de falência ou reorganização da empresa, tornando, portanto, o capital mais barato.

Com base na ideia de que há uma vantagem econômica ao promover uma estrutura de capital composta em parte por capital de empréstimos, Martins, Carvalho e Assaf Neto (2008) conceituam o ganho da dívida como um prêmio ou *spread* concebido aos administradores por sustentarem uma estrutura de capital alavancada com um custo da dívida inferior ao custo do capital próprio. Caso a empresa não consiga auferir um custo da dívida inferior ao custo do capital próprio, há um *spread* negativo que implica em custos adicionais, segundo os autores.

O ganho da dívida (GD) é medido pela diferença entre o valor presente do fluxo de caixa do capital de terceiros e o valor presente desse mesmo fluxo de caixa medido pelo custo de oportunidade do capital próprio (MARTINS; MARTINS, 2015), conforme Equação 5.

$$GD = \frac{DF}{k_d} - \frac{DF}{k_e} \quad (5)$$

Em que, GD é o ganho da dívida; DF é a despesa financeira; k_d é o custo da dívida; k_e é o custo do capital próprio.

Segundo Martins, Carvalho e Assaf Neto (2008), o ganho da dívida representa um efeito colateral ou uma derivação do uso do capital de terceiros por ter, como consequência, a interação dos investimentos de uma empresa com as estruturas de capital presente e futura. Todavia, observa-se que o tema ganho da dívida ainda é pouco debatido na literatura nacional e internacional. Isso é ratificado por Martins, Carvalho e Assaf Neto (2008) que propõem estudos futuros para que o tema seja mais desenvolvido no Brasil dada a sua relevância. Dessa maneira, o presente trabalho se propõe a abordar, adicionalmente, o efeito das conexões políticas sobre o ganho da dívida.

Sendo assim, a partir da concepção de que empresas com conexões políticas podem captar recursos de maneira mais facilitada junto aos bancos (LAZZARINI 2011), e que a opção por capital de terceiros pode proporcionar à empresa um ganho da dívida (MARTINS; CARVALHO; ASSAF NETO, 2008), explora-se os principais construtos teóricos que discutem sobre as conexões políticas.

2.3 CONEXÕES POLÍTICAS

A instabilidade econômica foi marcante no Brasil na década de 1980 e no início de 1990, quando o país enfrentou grave recessão com altas taxas inflacionárias que alcançaram cerca de 89% ao mês. Tal cenário resultou na privatização de diversas empresas estatais como parte do programa econômico de alguns governos, sendo iniciado por Fernando Collor, passando por Itamar Franco, Fernando Henrique Cardoso (FHC) e também no governo de Luís Inácio Lula da Silva, identificando-se no governo FHC o maior número de privatizações já realizadas no país, que somaram US\$ 8.608 milhões em receitas e permitiram a transferência de US\$ 3.266 milhões em dívidas (BNDES, 2002).

A privatização reduzia, apenas teoricamente, a atuação do governo na economia por meio de grandes empresas, o que é ratificado por Macedo, Silva e Machado (2015), pois o governo contornou à sua maneira de participação em alguns casos, passando o protagonismo para instituições como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os fundos de pensões das empresas estatais e as empresas de economia mista. Lazzarini (2011) reforça que o cenário de privatizações ocorrido na década de 1990 permitiu que algumas instituições obtivessem maior centralidade, apresentando uma maior influência na economia como um todo através de opções, venda de posições acionárias e até condutas com base em informações privilegiadas advindas das conexões políticas de seus gestores ou proprietários.

Wu, Wu e Rui (2012) alertam que empresas com conexões políticas podem apresentar problema de agência de modo mais agravante do que outras, pois o governo como acionista majoritário pode tomar decisões que estejam desalinhadas com os objetivos de maximização do valor da organização, agindo conforme os objetivos macro do governo por meio da nomeação de gestores com ligações políticas (WU; WU; RUI, 2012). Porém, este cenário pode mudar para o caso de empresas situadas em economias emergentes, a presença do governo como acionista majoritário pode se configurar de maneira benéfica para as organizações devido às vantagens advindas da conexão direta com o governo (HILLMAN, 2005; GOLDMAN, ROCHOLL; SO, 2009).

A compreensão do que pode ser uma conexão política está diretamente ligada aos meios pelos quais podem relacionar uma firma ao governo, e os estudos relacionados a este tema podem ser direcionados para alguns meios de conexões específicos. Com isso, destacam-se os estudos que abordam as conexões políticas mediante participação na estrutura de propriedade das empresas (FISMAN; 2001; ANG; DING, 2006; FACCIO, 2006; FIRTH *et al.* 2009; BREY *et al.*, 2011), por intermédio do Conselho de Administração (HILLMAN, 2005; FACCIO,

2006) e por meio de financiamento ou doações a campanhas eleitorais (BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2005; CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; SZTUTMAN; ALDRIGHI, 2012).

Diante disto, ressalta-se neste trabalho as conexões políticas sobre estas vertentes, reconhecendo a importância da análise da participação do governo pelos meios abordados nos subtópicos que seguem.

2.3.1 Conexões Políticas por Estrutura de Propriedade

A conexão política por estrutura de propriedade se refere à participação do governo como acionista controlador ou com participação significativa em uma empresa. Com base em Faccio (2006), uma conexão política se dá quando um dos maiores acionistas ou representante principal é um membro parlamentar, um ministro chefe de Estado ou tem relações fortes com um alto funcionário.

Brey *et al.* (2011) também afirmam que a empresa pode alterar a sua estrutura de propriedade por meio da inserção do governo como acionista, com o intuito de aprimorar o seu desempenho e manter relações que garantam a sua sobrevivência. A falta de transparência e a fraqueza institucional identificada em economias emergentes pode estimular tal prática (MARTINS *et al.*, 2013). Por um lado, Goldman, Rocholl e So (2009) afirmam que conexões políticas são consideradas mais valiosas em países com fracos sistemas de proteção jurídica e níveis elevados de corrupção e, por outro, Acemoglu *et al.* (2010) argumentam que a relevância das conexões também é propagada em países desenvolvidos como os Estados Unidos, devido à existência de vários canais de influência, nos quais empresas politicamente conectadas podem ter vantagens sobre outras firmas não conectadas.

La Porta *et al.* (1999) alertam para o fato de que países com fraca proteção legal tendem a ter sua estrutura de propriedade concentrada em posse de poucos investidores. Como prova disto, identificou-se que no âmbito brasileiro há esta característica de concentração acionária com o controle das empresas voltado para um pequeno grupo de investidores (CARVALHAL DA SILVA, 2004; CAMPOS, 2006; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). E no Brasil, haja vista a frequente presença do Estado nas empresas, esse pequeno grupo de investidores pode ser o próprio governo.

Nesse sentido, Razak, Ahmad e Aliahmed (2008) constatam que não há um padrão sistemático da relação entre a propriedade do governo e o desempenho da empresa, pois diferentes resultados podem ser obtidos de acordo com o país investigado. Porém, os autores

identificam que há uma predominância de desempenhos negativos para empresas que estão em posse acionária do governo, sendo esse fato justificado pelo altruísmo social dos membros políticos, que podem não estar de acordo com a motivação da lucratividade, além da característica de interesse pessoal pela eficiência da organização somente quando há possibilidade de benefícios de imagem de um bom governo.

Assim, Wu (2010) aponta uma solução alternativa para os problemas de desempenho organizacional perante a propriedade majoritária estatal. Com o intuito de não perder os benefícios das conexões políticas, o autor sugere a redução da participação do governo em nível minoritário; nestas condições, o governo proporcionaria benefícios sem o risco de interferência política. Pode-se dizer que tal solução é legitimada no estudo de Inoue, Lazzarini e Musacchio (2013), os quais encontraram que no Brasil há um efeito positivo quando o governo participa como minoritário por meio do BNDES.

No contexto brasileiro, o BNDES e os fundos de pensão de empresas estatais são considerados meios pelos quais o governo se utiliza para se conectar com empresas via estrutura de propriedade, sendo os fundos de pensão que gerenciam a previdência complementar dos funcionários do Banco do Brasil (PREVI) e da Caixa Econômica Federal (FUNCEF), exemplos de instrumentos de conexão indireta ser quando o governo detém participação em uma empresa, e essa mesma tem participação com direito a voto em outra, conforme LAZZARINI (2011).

Eles passam a imagem de instituições financeiras ou provedores de recursos, podendo impulsionar em vantagens relacionados ao favorecimento de recursos de longo prazo atrelados a custos mais atraentes para as firmas (BREY *et al.*, 2011). Como prova disto, Sapienza (2004), Dinç (2005) e Firth *et al.* (2009) evidenciaram que bancos estatais emprestam mais e a um menor custo às empresas com conexões políticas.

Com isso, destaca-se a relevância do estudo da conexão política por meio da estrutura de propriedade, sendo relevante explorá-la como um dos direcionamentos deste trabalho.

2.3.2 Conexões Políticas por Conselho de Administração

Um cenário em que são identificados aspectos de desregulamentação, privatizações e negociações de acordos multilaterais, cria condições para que o governo tenha efeito sobre as empresas de maneira mais significativa (HILLMAN, 2005). No Brasil, o Estado passou a atuar na posição de regulador por meio de agências a partir de 1997, decisão que teve como objetivo amenizar crises econômicas (NUNES; RIBEIRO; PEIXOTO, 2007). Diante desse cenário, as empresas buscaram contornar os efeitos da regulamentação com base em estratégias políticas

corporativas. As estratégias políticas corporativas, conceituadas como ações de caráter proativo em que as empresas constroem um ambiente de políticas públicas favoráveis, permitem que as organizações não ocupem o papel de simples reatores passivos à ordem pública, tomando decisões de modo mais ativo em relação às políticas do governo que, conseqüentemente, podem afetar o desempenho da empresa (SALAMON; SIEGFRIED, 1977).

Consideradas como o principal veículo de troca entre empresas e membros políticos, as estratégias políticas corporativas permitem a realização de um “câmbio”, em que membros políticos ofertam políticas públicas favoráveis às empresas em troca de informações sobre as preferências dos eleitores e incentivos financeiros, como apontam Hillman e Hitt (1999). Diante disto, ao convidar um membro com experiência política para fazer parte do Conselho de Administração, presumivelmente, as empresas veem benefícios de tal ação e esperam desempenhos superiores para as empresas (HILLMAN, 2005).

Conforme Hillman (2005), a nomeação de um membro para o Conselho de Administração requer um compromisso de longo prazo. As especialidades e influências deste membro estão presentes nas decisões da empresa por um período de vários anos. Dessa maneira, Jensen e Meckling (1976) previram que quando os proprietários não podem acompanhar de forma assídua as decisões da empresa, os membros eleitos tornam-se representantes dos princípios defendidos pelos acionistas, “protegendo” os donos da empresa contra a possibilidade de o *Chief Executive Office* (CEO) tomar decisões contrárias aos seus interesses.

Com isto, ao ocupar um cargo no Conselho de Administração, o membro eleito é responsável por decisões significativas, estando incumbido pelas escolhas relacionadas à captação de recursos, realização de novos investimentos, além da atribuição de atuar conforme os interesses dos acionistas e supervisionar o trabalho exercido pelos executivos (SILVEIRA, 2010). Adicionalmente, vale ressaltar que os conselheiros possuem responsabilidade com as regras direcionadas ao CEO, como planos de compensação e incentivos (JENSEN, 1993), além de ser responsável pela construção e implantação de estratégias, conforme o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009).

Diante da relevância do Conselho de Administração como um instrumento de controle interno de governança corporativa, a literatura se refere a ele como um meio capaz de atenuar os problemas de agência, sendo possível encontrar estudos que abrangem tal tema sob a perspectiva da independência dos conselhos (BHAGAT; BLACK, 2002; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014), do tamanho (LIPTON; LORSH, 1992; JENSEN, 1993; YEMARCK, 1996; EISENBERG; SUNDGREN; WELLS, 1998; ANDRES, AZOFRA; LOPES, 2005; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014), da separação das funções de CEO e

Chairman (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983; LIPTON; LORSH, 1992; JENSEN, 1993; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014) e das características demográficas dos conselheiros, como idade, sexo, formação acadêmica e histórico profissional (BRUÈRE; MENDES-DAILVA; SANTOS, 2007).

No tocante ao direcionamento sob a ótica demográfica, se faz necessário explorar o histórico profissional dos conselheiros a fim de analisar os seus antecedentes políticos. Para este caso, considera-se uma conexão política por Conselho de Administração quando há pelo menos um membro do Conselho com experiência política, inclusive o CEO, seja como membro do parlamento, ministério ou outro cargo relacionado à alta administração, como observam Faccio (2006) e Boubakri, Cosset e Saffar (2008).

A literatura apresenta visões diferentes em relação ao efeito das conexões políticas por Conselho de Administração. Hillman (2005) aponta para alguns benefícios, entre eles o acesso as informações exclusivas sobre as políticas públicas, o canal de comunicação com governantes mais facilitado e, ainda, a possibilidade de acesso à elaboração de normas que podem influenciar em decisões importantes para a política do país. Por outro lado, no contexto de empresas da Malásia, Bliss e Gul (2012) evidenciaram, com base em uma amostra de 1.667 firmas, que as conexões políticas provocam um aumento no custo da dívida destas empresas, pois elas são vistas como mais arriscadas pelos credores, sendo cobradas taxas de juros mais elevadas.

No Brasil, sugere-se que o efeito das conexões políticas por Conselho de Administração tenha efeito contrário do que evidenciou Bliss e Gul (2012). Países com aspectos de desregulamentação, privatizações e fracos sistemas legais consideram as conexões políticas valiosas devido aos possíveis benefícios atrelados (HILLMAN, 2005; GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2009). Neste sentido, supõe-se que para o contexto brasileiro as empresas politicamente conectadas por intermédio do Conselho de Administração apresentam, dentre outros benefícios, um efeito redutor no custo da dívida.

Diante disso, destaca-se a importância de explorar as características do Conselho sob a ótica demográfica, com foco no histórico profissional dos conselheiros.

2.3.3 Conexões Políticas por Doações ou Financiamento de Campanhas Eleitorais

No Brasil, esta matéria é regulada por meio da Lei Nº 9.504, de 30 de setembro de 1997, que define normas para as eleições, e pela Lei Nº 9.096, de 19 de setembro de 1995, que normatiza os partidos políticos. Tais legislações foram motivadas, segundo Speck (2005), por

indícios e escândalos que envolveram financiamento político, não prestação de contas à Justiça e favorecimentos através de contratos públicos. Assim, determinaram regras sobre doações às campanhas eleitorais de partidos e candidatos. Cabe destacar, ainda, mudanças sancionadas em setembro de 2015 com base na chamada Reforma Eleitoral, que vedou o financiamento das campanhas eleitorais por pessoas jurídicas, além de reduzir e fixar um limite para gastos de campanha (TSE, 2015). Tais mudanças entram em vigor a partir das eleições de 2016.

No entanto, este trabalho se volta aos efeitos decorrentes dos financiamentos e doações de campanha antes dessa alteração, quando as empresas privadas não estavam proibidas de realizar doações, promovendo uma discussão acerca de como estes mecanismos podem ser um meio de conexão política entre empresas e governo. Segundo Portugal e Bugarin (2003), o elevado custo das campanhas eleitorais faz com que os políticos recorram a um financiador individual ou em grupo, que pode resultar em alto volume de recursos financeiros, o que permite maiores chances de êxito ao candidato. Esses autores ainda afirmam que, após o término da eleição, o candidato vencedor tende a implantar uma plataforma de ações com base nos interesses de seus financiadores. Por consequência, eles têm os recursos investidos compensados por meio de ganhos maiores no futuro. Com isso, o Poder Legislativo, órgão máximo de decisões de um país, concentra atenções para o financiamento ou doações advindas de instituições privadas, com o intuito de evitar o favorecimento de grupos econômicos por meio dessas atitudes (PORTUGAL; BUGARIN, 2003).

As alterações nas Leis Nº 9.504/1997 e Nº 9.096/1995 se mostram como uma tentativa de eliminar o efeito do *lobby* pré-eleitoral no Brasil, que consiste na influência de indivíduos ou de instituições privadas nas eleições com interesse em benefícios após a campanha. No contexto de países como os EUA, Ansolabehere, Figueiredo e Snyder (2003) encontraram evidências de que 80% das doações às campanhas provém de pessoas físicas, sendo apenas 13% a proporção de contribuições de empresas. Para os autores, as contribuições individuais estão relacionadas ao valor do consumo associado à política, fato característico daquele país e que fez com que as vantagens às corporações por meio das doações de campanha fossem mínimas.

Já no Brasil, Claessens, Feijen e Laeven (2008) afirmam que as contribuições para as campanhas eleitorais são um meio de conexão política, pois o aspecto de baixo desenvolvimento institucional do país proporciona maior relevância para as ligações políticas. Samuels (2001) aponta para o perfil da política de carreira dos candidatos brasileiros, que necessitam da construção de uma reputação que preze pelo relacionamento com os financiadores por um período de vários anos, uma vez que o candidato pode vencer eleições seguidas, podendo assumir cargos no Congresso Nacional ou no poder executivo, por exemplo,

precisando recorrer aos doadores repetidas vezes. Diante destas particularidades, sugere-se que as ligações entre empresas e governo por meio de doações de campanhas no Brasil tendem a causar benefícios relacionados aos custos de empréstimos.

Para Claessens, Feijen e Laeven (2008), o principal benefício relacionado às conexões políticas por doações de campanha consiste no acesso preferencial ao financiamento. Faccio (2006) evidenciam não só este benefício, mas também maior lucratividade em países com maiores níveis de corrupção, baixo pagamento de impostos e alcance de uma maior fatia de mercado. Adicionalmente, Sztutman e Aldrighi (2012) argumentam que as doações privadas colocam a empresa na posição de “credora” dos candidatos eleitos, direcionando-os para decisões políticas enviesadas que buscam favorecimentos para aquela organização.

Destarte que uma contribuição para uma campanha de um candidato ou para um partido pode indicar, além da presença de conexão política, a intensidade desta conexão (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008), isto é, a doação de uma quantidade expressiva de recursos em dinheiro pode ser um indício de uma forte conexão política entre uma determinada empresa e um membro político.

Na completude desta seção, ressalta-se que não há o esgotamento das discussões relacionadas às conexões políticas por meio da estrutura de propriedade das empresas, do Conselho de Administração e das doações ou financiamentos de campanhas eleitorais. Buscou-se alcançar um debate concernente aos principais aspectos que constituem o tema, a fim de relacioná-lo ao custo da obtenção de recursos junto às instituições financeiras.

2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

As evidências empíricas relacionadas à associação entre custo da dívida e conexões políticas indicam dois cenários distintos, o primeiro relaciona-se aos autores que defendem que as conexões políticas provocam um aumento no custo da dívida e, o segundo, àqueles que evidenciam que as conexões causam um efeito redutor no custo da dívida.

Os estudos de Alchian (1965) e Shleifer e Vishny (1994) apontam que a participação do governo na estrutura de propriedade das empresas provoca um aumento no custo da dívida, sendo esta evidência justificada pela característica de ineficiência das instituições de posse do governo, além dos objetivos políticos que podem confrontar com os objetivos organizacionais.

Por outro lado, sugere-se que há um efeito redutor no custo da dívida a partir do estudo de Goldman, Rocholl e So (2006), os quais demonstram que as conexões políticas por Conselho de Administração são valiosas e benéficas quando exercidas em países com um sistema legal

fraco e com alto nível de corrupção. Já Claessens, Feijen e Laeven (2008) evidenciaram, com base nos dados de contribuições às campanhas eleitorais de 1998 a 2002, que empresas brasileiras que realizaram contribuições para políticos eleitos (deputados federais) obtiveram aumento significativo de sua alavancagem, quando comparadas após a eleição com empresas que não realizaram contribuições. Isso indica que o financiamento bancário é uma das principais vantagens atreladas às conexões políticas por doações a campanhas.

Borisova e Megginson (2011), ao analisar 1.651 empresas no contexto norte-americano, identificaram que firmas que estão em posse do governo tendem a ter o custo da dívida diminuído devido a: empresas de posse do governo são vistas por terem maiores garantias de reembolso e proteção contra falência; empresas que passam por processos de privatização são vistas com algum nível de volatilidade organizacional em virtude da transferência de controle, consequentemente, credores avessos ao risco cobram taxas maiores da dívida; e, empresas que passaram por privatização tendem a apresentar conflitos de interesses entre novos acionistas e obrigacionistas, com isso, *spreads* de crédito são mais altos durante o processo de alienação.

Brey *et al.* (2011) sugerem que as conexões políticas por estrutura de propriedade no Brasil favorecem a redução da dependência externa de crédito e beneficiam o custo de capital das empresas. No mesmo ano, Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012) encontram evidências para afirmar que Conselhos de Administração com nível elevado de qualidade reduzem os custos de empréstimos. Segundo a pesquisa, há uma propensão para a redução do custo da dívida quando existe alta participação institucional, maior diversidade no Conselho, elevada compensação em dinheiro para o CEO e baixo proteção aos investidores.

O estudo de Lazzarini (2011), o qual utilizou dados sobre os empréstimos e alocações de capital realizadas pelo BNDES no período de 2002 a 2009, também apresentou resultados relacionados à redução do custo da dívida. Ao analisar o processo de seleção do BNDES para oferta de capital, descobriu-se que o banco seleciona instituições com base em critérios de bom desempenho operacional e conectividade política, sendo este último relacionado às doações de campanha aos políticos que venceram uma eleição. Neste sentido, os autores afirmam que o principal banco de desenvolvimento brasileiro é visto como um meio de canalização de empréstimos a custos baratos, sendo este benefício obtido com mais facilidade por empresas com conexões políticas.

Bliss e Gul (2012) evidenciam um aumento no custo da dívida em empresas politicamente conectadas na Malásia, este achado é justificado pelo fato de que empresas com esta característica são consideradas mais arriscadas pelos bancos. Por outro lado, os achados de Inoue, Lazzarini e Musacchio (2013) mostram resultados positivos no desempenho das

empresas quando há interferência do governo de forma minoritária por meio do BNDES, além de apresentarem um retorno de 3,8% maior. Adicionalmente,

Mais recentemente, Shailer e Wang (2015) investigam o impacto do controle do governo por estrutura de propriedade sobre o custo da dívida. Com uma amostra de 7.056 empresas chinesas listadas, os autores apontam que a propriedade do governo exerce papel fundamental na redução do custo da dívida, além de diminuir o risco de expropriação.

Diante dessas evidências empíricas, formula-se a primeira hipótese desta pesquisa (H1).

H1: Há uma relação negativa e significativa entre as conexões políticas e o custo da dívida das firmas.

Com isso, parte-se do pressuposto que a presença de conexões políticas pode determinar um nível menor de custo da dívida. Por outro lado, em relação ao benefício da dívida, Ness Jr. e Zani (2000), analisam até que ponto a introdução dos juros remuneratórios sobre o capital próprio reduziu a vantagem fiscal do endividamento nas empresas brasileiras, no período de 1995 a 1997. Os achados indicaram que o lançamento dos juros sobre o capital próprio agrega valor à firma, mas em magnitude insuficiente para eliminar o benefício fiscal gerado pelo uso da dívida. Isto é, segundo os autores, não houveram evidências de que essa vantagem fiscal esteja estimulando as empresas a financiar seu investimento com capital próprio em substituição ao capital de terceiros.

Jayme Jr. e Crocco (2005), ao analisar a disponibilidade de crédito e financiamento de políticas regionais no Brasil, evidenciam que os bancos públicos, ávidos por obterem ganhos de eficiência, operam com baixo nível de crédito e alta concentração de títulos públicos de curto prazo. Os autores ressaltam que as políticas fiscal e monetária contracionistas limitaram o financiamento público no Brasil nos últimos anos, de modo que as elevadas taxas de juros estimularam a aplicação dos bancos de fomento em títulos públicos, alternativa de maior eficiência operacional, porém ineficiente como instrumento público de oferta de crédito.

Oliva (2012), partindo das proposições de Modigliani e Miller (1963) investigam os efeitos dos impostos corporativos no custo de capital da empresa Armazenes Êxito S.A. Os achados indicam que não há benefício tributário ao utilizar capital de empréstimos, devido ao nível alavancagem realizada ter provocado o aumento do risco, portanto, o incentivo de procurar financiamento com dívida é uma decisão da estratégia de investimento da empresa.

Considerando as evidências encontradas, é importante destacar a escassez de estudos na literatura que abordam a relação do ganho da dívida com as conexões políticas. Partindo da

hipótese H1, sugere-se que uma redução no custo possa estar atrelada à um aumento no ganho da dívida, devido ao custo da dívida estar presente na formulação do ganho, e que uma alteração deste, possivelmente, possa afetar o ganho. Desse modo, a segunda hipótese de pesquisa (H2) deste estudo é formulada.

H2: Há uma relação positiva e significativa entre conexões políticas e o ganho da dívida das firmas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção são descritos os critérios que constituíram a amostra analisada, as fontes de coleta e o tratamento aplicado aos dados, os procedimentos utilizados para as variáveis independentes e de controle, e a descrição do modelo utilizado e o método de estimação.

3.1 PLANO AMOSTRAL

A população objeto de análise deste estudo consistiu em todas as empresas negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo (BM&FBovespa). Para a composição da amostra foram consideradas somente as empresas não-financeiras que apresentaram dados disponíveis nas bases de dados utilizadas durante os anos de 2010 a 2015. A exclusão das empresas financeiras se justificou pela particularidade da alavancagem financeira elevada dessas instituições, em relação às demais. A definição desse período de análise se justificou devido ao fato de que somente a partir de 2010 foi exigido às empresas de capital aberto a adequação de suas demonstrações financeiras às *International Financial Reporting Standards* (IRFS).

Com base na amostra inicial, filtrou-se os dados de acordo com alguns critérios no intuito de compor uma amostra com todas as informações necessárias à pesquisa. Os critérios utilizados foram:

- Bolsa: BM&FBovespa;
- Tipo de ativo: Ação. Em empresas que havia mais de um tipo de ação, foram selecionadas aquelas que apresentaram maior liquidez;
- Ativo ou cancelado: ambos, porém com informações disponíveis nos seis anos em análise;
- Dados financeiros: consolidados. Quando não aplicável, foram utilizados dados da controladora;
- Data-base das demonstrações contábeis: 31 de dezembro; e
- Moeda: Real.

Com base nestas especificações, partiu-se para a coleta e tratamentos dos dados.

3.2 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

A coleta de informações necessárias à mensuração das variáveis desse estudo foi baseada em três fontes de dados: a) banco de dados Economatica, para todas as variáveis contábeis e financeiras; b) banco de dados do ComDinheiro, para a coleta dos dados relacionados às conexões políticas por estrutura de propriedade, por conselho de administração e para a variável que mede o nível de governança corporativa; e c) portal As Claras, para os dados das doações a campanhas políticas ocorridas nas eleições de 2010, 2012 e 2014.

De acordo com os papéis de maior liquidez de cada empresa, foram consideradas as empresas que disponibilizaram as informações em sua maioria, uma vez que os dados foram agrupados em um painel não balanceado, considerando o maior número de observações possíveis. Assim, foram identificadas, na base Economatica, 3612 observações de empresas ativas de 21 setores. Em seguida foram excluídas 348 observações de empresas por pertencerem ao setor de Finanças e Seguros, segundo a classificação da base. Também foi necessário retirar 2416 observações que não apresentaram dados suficientes e passivo a descoberto (Patrimônio Líquido negativo). Com isso, a amostra totalizou em 848 observações, conforme a Tabela 1.

Tabela 1: Formação da amostra

	Amostra
Empresas ativas	3612
(-) Empresas financeiras e de seguros	348
(-) Sem dados suficientes	2416
Amostra final	848

Fonte: Elaboração própria.

3.3 VARIÁVEIS INDEPENDENTES

As variáveis de conexões foram nomeadas em CONP_TIPO1, CONP_TIPO2 e CONP_TIPO3, sendo a conexão política do tipo 1 dividida em duas variáveis, CONP_TIPO1A e CONP_TIPO1B, representando as conexões por estrutura de propriedade de forma direta e indireta. CONP_TIPO1A abrangeu o controle direto da participação do governo sobre uma firma por meio das ações com direito a voto. CONP_TIPO1B, o controle indireto do governo sobre a organização, considerando a participação por meio de empresas estatais e por fundos de pensão de empresas públicas ou estatais.

Para a coleta da variável CONP_TIPO2, foi considerado que a conexão política quando pelo menos um membro do Conselho de Administração tem antecedentes políticos. Foi analisado o currículo de cada integrante do Conselho com o objetivo de identificar se haviam antecedentes políticos em seu histórico profissional. Ressalta-se que a base de dados do ComDinheiro permitiu visualizar uma biografia resumida de cada membro, abrangendo as

principais informações relacionadas a vida profissional, como cursos superiores realizados, principais cargos ocupados ao longo da vida e até a passagem pela política, por exemplo.

E a variável CONP_TIPO3 foi representada pelas conexões políticas por doações às campanhas eleitorais. Neste caso, o site www.asclaras.org.br, vinculado ao Transparência Brasil ofereceu o suporte para identificar se houve doação financeira por parte da empresa para algum partido ou membro político durante as eleições de 2010, 2012 e 2014. Com isso, foi possível abranger os principais meios em que as empresas podem utilizar para se conectarem com o governo brasileiro.

3.3.1 Variáveis de Controle

É importante destacar, ainda, que as características das firmas podem afetar as relações existentes entre as conexões políticas e o custo da dívida. Com isso, foram consideradas como variáveis de controle, primeiramente, a alavancagem financeira (ALAV), empresas altamente alavancadas são consideradas como mais arriscadas, pois a obrigação com dívidas em excesso pode dificultar a contratação de novos empréstimos e implicar em um custo da dívida maior. Para este caso, sugere-se que empresas politicamente conectadas possam apresentar uma alavancagem financeira maior devido ao acesso facilitado ao crédito bancário, dessa maneira, a alavancagem e o custo da dívida estão associadas positivamente (BLISS; GUL, 2012).

Adicionalmente, supondo que a alavancagem possa causar um aumento no custo da dívida, entende-se que, neste cenário, a empresa não consegue aferir um custo da dívida inferior ao custo de capital próprio, como prevê a definição de ganho da dívida. Com isso, espera-se que a alavancagem possa causar um efeito redutor no ganho da dívida.

Em seguida, a variável CAPEX, que ao representar a experiência da firma em investimento de capital, pode indicar que empresas com grandes oportunidades de investimentos estão menos propensas a utilizar financiamento por meio de dívidas (MYERS, 1984). Dessa forma, espera-se que o CAPEX esteja negativamente associado ao custo da dívida. Conquanto, ao manter um custo da dívida reduzido devido ao baixo uso de financiamentos, a empresa pode conseguir o desfrutar do benefício da dívida. Neste caso, espera-se que quanto maior o CAPEX, maior o ganho da dívida.

Foi incluído o fluxo de caixa (FC), Jensen (1986) afirma que ao utilizar de capital de terceiros, há uma redução dos custos de agência devido a diminuição do fluxo de caixa disponível à arbitrariedade do gestor, além de motivar os administradores e a organização como um todo a ser eficiente. Stulz (1990) reforça a importância da dívida em organizações que geram

grandes fluxos de caixa e estão em fase de maturidade, já que, segundo o autor, as dívidas são mais vantajosas nesta fase devido a credibilidade alcançada pela organização. Bliss e Gul (2012) reforçam que firmas politicamente conectadas que apresentam fluxos de caixa maiores estão mais propensas à honrarem suas dívidas. Com isso, espera-se uma associação negativa entre o custo e a variável fluxo de caixa. Inversamente, sugere-se que quanto maior o fluxo de caixa, maior o ganho da dívida, partindo do pressuposto de que a empresa consegue auferir um custo da dívida inferior ao custo de capital próprio.

Foi considerado o nível de governança corporativa (GC), variável GC que indica se a empresa está ou não listada no Novo Mercado criado pela BM&FBovespa. Segundo Piot e Missonier-Piera (2009) e Schauten e Van Dijk (2010), o custo da dívida está negativamente associado com atributos que elevam a qualidade da governança, pois aspectos que aumentam o nível de transparência das informações reduzem o risco por assimetria de informação, ao passo que também podem diminuir a ocorrência de problemas de agência. Com isso, espera-se uma associação negativa entre o custo e a variável de governança, ao passo que, sugere-se uma associação positiva entre o ganho e o nível de governança corporativa, com base no argumento de que a empresa conseguiu atingir os pressupostos teóricos do ganho.

Foi considerado o índice de Liquidez Corrente (LC) que, segundo Bliss e Gul (2012), empresas com alto índice de liquidez são mais propensas a honrarem seus compromissos. Espera-se que quanto maior o índice de liquidez corrente de uma empresa, menor o custo da dívida. E, por outro lado, ao apresentar uma alta capacidade de pagamento, as empresas são vistas com maior credibilidade pelos credores e, possivelmente, conseguem auferir um aumento em seu ganho da dívida. Assim, espera-se que quanto maior a Liquidez Corrente, maior o ganho da dívida da empresa

E por fim, foi considerado o tamanho da empresa (TAM), que conforme Sengupta (1998), a economia de escala permite que o custo da dívida seja inversamente proporcional ao tamanho. Valle e Albanez (2012) reforçam esta posição ao afirmar que empresas maiores, por apresentarem características de maior acesso ao mercado de capitais, maior diversificação e maior disponibilidade de ativos, são menos propensas à falência e, conseqüentemente, obtêm recursos externos à um custo menor. Dessa forma, espera-se que quanto maior o porte da empresa, menor o custo da dívida e, por outro lado, quanto maior o porte, maior o ganho da dívida, com base nos aspectos mencionados. O Quadro 1 expõe de forma resumida as variáveis independentes e de controle do modelo.

Quadro 1 – Variáveis de controle do modelo

Variável	Descrição Operacional	Tipo	Relação Esperada para o k_d	Relação esperada para o GD	Fonte
ALAV	Soma do total da dívida de curto prazo e de longo prazo dividido pelo total de ativos	Controle	+	-	Economática
CAPEX	Logaritmo da experiência da firma em investimento de capital	Controle	-	+	Economática
FC	Logaritmo do fluxo de caixa dividido pelo total de ativos	Controle	-	+	Economática
GC	Variável <i>dummy</i> , 1 se a empresa está listada no Novo Mercado	Controle	-	+	ComDinheiro
LC	Ativo Circulante dividido pelo Passivo Circulante	Controle	-	+	Economática
TAM	Logaritmo do total de ativos	Controle	-	+	Economática

Fonte: Elaboração própria com base em Bliss e Gul (2012). Notas: em que, k_d é o Custo da Dívida, GD é o Ganho da Dívida, ALAV é a Alavancagem, CAPEX é a despesa de capital, FC é o Fluxo de Caixa, GC é o nível de Governança Corporativa, LC é o índice de Liquidez Corrente e TAM é o Tamanho da empresa.

3.3 MODELOS E MÉTODO DE ESTIMAÇÃO

Após a coleta, organização da base de dados e cálculo das variáveis propostas, procedeu-se uma análise do efeito das conexões políticas sobre o custo e o ganho da dívida. Para esta investigação, utilizou-se o modelo dos Mínimos Quadrados Ponderados (MQP), que consiste em um estimador de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS) para correção da heterocedasticidade.

Seu diferencial é que este modelo busca atribuir um menor peso às observações que possuem maior variância do erro, adequado para quando a variância do erro é constante (WOOLDRIDGE, 2010). Neste trabalho, o MQP se mostrou válido devido à característica de heterocedasticidade dos resíduos. Segundo Wooldridge (2010), o estimador de MQP permite que um modelo original heterocedástico seja transformado em um modelo com erros homocedásticos, considerando que a variância dos erros é proporcional à raiz da variável explicativa ($\sqrt{h_i}$), tornando a variância dos resíduos constante, conforme a Equação 6.

$$\frac{y_i}{\sqrt{h_i}} = \frac{\beta_0}{\sqrt{h_i}} + \beta_1 \left(\frac{x_{i1}}{\sqrt{h_i}} \right) + \beta_2 \left(\frac{x_{i2}}{\sqrt{h_i}} \right) + \dots + \beta_k \left(\frac{x_{ik}}{\sqrt{h_i}} \right) + \left(\frac{u_i}{\sqrt{h_i}} \right) \quad (6)$$

Em que, y_i é a variável dependente, β_0 é a constante, x_{ik} representa o conjunto de variáveis independentes e u_i o termo de erro do modelo.

Quando não existe um critério exato de qual peso atribuir às variâncias para explicar a heterogeneidade, utiliza-se os pesos baseados nas variâncias de erro por unidade (WOOLDRIDGE, 2010), caso aplicado para este estudo. É importante mencionar que o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), ou *Ordinary Least Squares* (OLS), é um método utilizado comumente em pesquisas, no entanto, existe a possibilidade de falhas nesse modelo de regressão em virtude de as variáveis não seguirem todas as premissas. Nesse estudo, as premissas contidas no MQO não foram seguidas, tornando a sua utilização inconsistente. Diante disso, o MQP com dados em painel foi aplicado.

Cabe destacar que os dados foram tratados e mensurados no software Gretl, os modelos foram estimados com e sem *outliers* e não houveram modificações. Todas as estimações realizadas foram dispostas no apêndice deste trabalho, de acordo com as saídas do software mencionado.

E diante da estimação das variáveis descritas, com base nos testes econométricos mencionados, foi realizado o teste da hipótese H1 desta pesquisa, de que as conexões políticas estão associadas negativamente ao custo da dívida. Por meio do método de regressão múltipla foi utilizada a Equação 7 para este teste.

$$\begin{aligned}
 k_{d_{it}} = & \beta_0 + \beta_1 \text{CONP_TIPO1A}_{it} + \beta_2 \text{CONP_TIPO1B}_{it} + \beta_3 \text{CONP_TIPO2}_{it} \\
 & + \beta_4 \text{CONP_TIPO3}_{it} + \beta_5 \text{ALAV}_{it} + \beta_6 \text{CAPEX}_{it} + \beta_7 \text{FC}_{it} + \beta_8 \text{GC}_{it} + \beta_9 \text{LC}_{it} \\
 & + \beta_{10} \text{TAM}_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{7}$$

Em que, $k_{d_{it}}$ representa a variável dependente, β_0 o intercepto, $\beta_1 + \dots + \beta_4$ correspondem as variáveis independentes da ação i na data t , $\beta_5 + \dots + \beta_{11}$ referem-se as variáveis de controle da ação i na data t , e ε_{it} o termo de erro do modelo.

Com relação ao teste da hipótese H2, de que as conexões políticas estão associadas positivamente com o ganho da dívida, é considerada a mesma estrutura proposta para a Hipótese 1, sendo que neste caso o ganho da dívida se enquadrará como a variável dependente do modelo, conforme demonstra a Equação 8.

$$\begin{aligned} GD_{dit} = & \beta_0 + \beta_1 CONP_TIPO1A_{it} + \beta_2 CONP_TIPO1B_{it} + \beta_3 CONP_TIPO2_{it} \\ & + \beta_4 CONP_TIPO3_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 CAPEX_{it} + \beta_7 FC_{it} + \beta_8 GC_{it} + \beta_9 LC_{it} \\ & + \beta_{10} TAM_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (8)$$

Cabe ressaltar que estudos que envolvem o efeito das conexões políticas sobre o custo da dívida são escassos no país, existindo ainda desafios metodológicos a serem superados pelos pesquisadores.

4 RESULTADOS

Esta seção se inicia com a análise descritiva de todas as variáveis selecionadas, explicando de forma mais detalhada as conexões políticas por setor no Brasil. Em seguida são apresentados as análises de correlação e os resultados das regressões que enfatizam as relações identificadas.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

O custo e o ganho da dívida das empresas listadas na BM&FBovespa foram estimados de 2010 a 2015, de acordo com os critérios mencionados anteriormente. Nesse tópico, tais variáveis são analisadas de forma exploratória conjuntamente com as variáveis de controle utilizadas nos modelos de regressão.

De forma geral, como pode ser observado na Tabela 2, o custo da dívida das empresas da amostra foi de 23,60% ao ano, em média. A ocorrência dessa média de custo da dívida alto pode ser justificada pela presença de empresas com despesas financeiras altas e baixos valores (ou quase zero) de empréstimos ou financiamentos, pelo menos conforme divulgado em seus balanços patrimoniais, o que pode ser ratificado pelo alto desvio padrão para a amostra, que ficou em torno de 52,11%. Porém, ressalta-se a mediana desta variável que foi de 16,72%. Oreiro *et al.* (2007) reforça a característica de que o mercado de capitais pouco desenvolvido tem, por consequência, altas taxas de juros que causam elevados *spreads* bancários, contribuindo para o aumento do custo da dívida das empresas. Como na América Latina há mercados pouco desenvolvidos, suas altas taxas de juros podem estar afetando esta média.

Para a variável do ganho da dívida, foi observado um ganho médio de R\$ 902.456,11. Cabe destacar também o alto valor do desvio padrão desta variável (1.506.739,89), consequência de empresas que não apresentaram ganho da dívida na amostra, enquanto que outras revelaram um ganho de até R\$ 3.452.650,17. Indício de que o ganho efetivo da dívida não foi alcançado por todas as empresas da amostra.

Tabela 2 – Estatísticas Descritivas

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
k_d	23,60	16,72	0	970,81	52,11
GD	902.456,11	0	0	3.452.650,17	1.506.739,89
ALAV	6,51	1,79	0,01	1200,29	49,73

CAPEX	872.013.420,09	40.920.500,00	-13.541.742.000,00	89.970.799.000,00	5.408.419.548,72
FC	861.575,78	47.563,00	-9.939.000,00	86.407.000,00	4.671.150,47
LC	15,27	1,42	0	4109,30	155,22
TAM	11.472.704,99	1.625.571,00	0,67	900.135.000,00	52.309.324,69

Fonte: Elaboração própria.

Ainda na Tabela 2, a variável alavancagem financeira revelou que, em média, é favorável para as empresas da amostra (6,51), isto é, o capital de terceiros está contribuindo para gerar retorno adicional a favor do acionista. Conforme Gitman (2006), empresas com alavancagem maior do 1,00 indicam que o retorno sobre o Ativo Total é razoavelmente maior que a remuneração paga ao capital de terceiros, enquanto que a alavancagem menor do que 1,00 aponta para riscos financeiros.

A variável CAPEX, que representa o montante de investimentos realizados em equipamentos e instalações nas empresas revelou uma média de R\$ 872.013.420,09. No entanto, nota-se que o montante de CAPEX entre as empresas varia significativamente, haja vista o valor do desvio-padrão dessa variável, de R\$ 5.408.419.548,72.

O fluxo de caixa das empresas indicou uma média de R\$ 861.575,78, indicando que as empresas da amostra mantêm suas reservas de caixa em níveis satisfatórios como forma de maximizar a liquidez. Como consequência, nota-se que a variável Liquidez Corrente também teve resultado satisfatório, tendo sua média ficado em torno de 15,27, com desvio-padrão de 155,22, indicando que algumas empresas da amostra dispõem de muitos recursos disponíveis em seu ativo de curto prazo, considerando seu passivo de curto prazo. Isso é ratificado por Gitman (2006), que aponta que um índice de liquidez corrente acima de 1,00 indica uma satisfatória capacidade de pagamento no curto prazo para uma empresa. Vale-se ressaltar, ainda, que nesta amostra não são consideradas as empresas financeiras.

A variável tamanho, representada pelo ativo total das empresas, revela uma média de R\$ 11.472.704,99, também revelando alta variação do tamanho das empresa, em virtude do desvio padrão indicar 52.309.324. Os respectivos valores das variáveis mencionadas estão dispostos na Tabela 2.

4.1.1 O Governo Como Acionista Direto e Indireto

Analizou-se as ligações entre as empresas brasileiras e o governo sob três maneiras diferentes. Primeiro, de acordo com os conceitos atribuídos anteriormente à conexão política

por estrutura de propriedade, foi considerada a participação direta e indireta do Governo, por setores, conforme a classificação setorial da base de dados Economatica.

Pode-se observar na Tabela 3 que o Governo é acionista direto de empresas nos setores de Comércio, Energia Elétrica, Petróleo e Gás, Telecomunicações, Têxtil e Outros. Sendo a maior participação média identificada no setor de Telecomunicações (79,42%) e a mais baixa no setor Têxtil (50,26%), sendo o controlador das companhias.

Para a conexão indireta, empresas estatais e fundos de pensão que atuam como acionistas de empresas foram identificadas também por setores. Não há conexão indireta somente nos setores de Agro e Pesca e Eletroeletrônicos, e a maior participação média identificada foi no setor de Alimentos e Bebidas (29,92%), ficando no setor Têxtil a menor participação média indireta (3,02%). A Tabela 3 resume tais resultados.

Tabela 3 – Participação direta e indireta do governo por setor (2010-2015)

Setor	Média da Participação	
	Direta (Acionista é o governo)	Indireta (Acionista é a empresa estatal ou fundo de pensão de empresa estatal)
Agro e Pesca	-	-
Alimentos e Bebidas	-	29,92%
Comércio	50,85%	18,42%
Construção	-	3,10%
Eletroeletrônicos	-	-
Energia Elétrica	66,94%	27,80%
Máquinas Industriais	-	9,85%
Mineração	-	23,03%
Minerais não Met.	-	100%
Outros	72,08%	19,52%
Papel e Celulose	-	8,23%
Petróleo e Gás	50,89%	9,55%
Química	-	15,84%
Siderurgia e Metalurgia	-	15,43%
Software e Dados	-	7,56%
Telecomunicações	79,42%	12,82%
Têxtil	50,26%	3,02%
Transportes e Serviços	-	20,95%
Veículos e Peças	-	17,11%

Fonte: Elaboração própria.

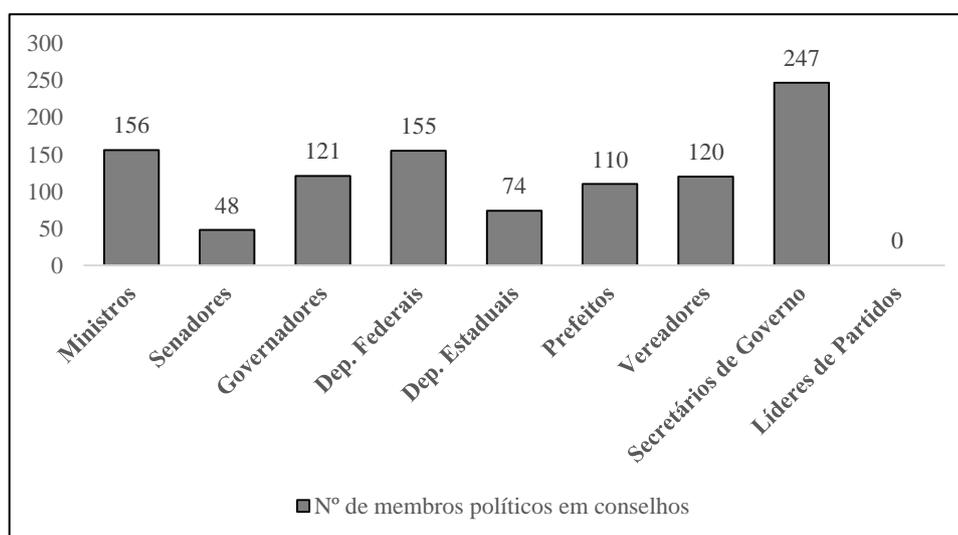
Visto que a presença do Governo como acionista das empresas é de fato relevante, destaca-se a importância da análise de como essa influência é refletida em variáveis financeiras. Brey *et al.* (2011) enfatizam que essa interferência pode levar a organização a tomar direções diferentes, ao mesmo tempo que tende a assegurar a sua sobrevivência

4.1.2 O Governo como Membro do Conselho de Administração

De posse dos currículos de todos os membros dos Conselhos de Administração das empresas da amostra, foram atribuídos alguns critérios de seleção. Para o membro ser considerado político foi considerado se ele atuou ou atua nos seguintes cargos: Ministro, Senador, Governador, Deputado Federal, Deputado Estadual, Prefeito, Vereador, Secretário de Governo ou Líder de Partido Político. Tais cargos foram selecionados em virtude da relevância das atribuições concedidas, que podem ser um fator influenciador ao ocupar uma cadeira do conselho.

O Gráfico 1 revela a quantidade de membros políticos nos Conselhos de Administração das empresas, entre 2010 a 2015, separados por cargos. Pode-se observar que os Secretários de Governo atuam com maior frequência nas empresas, identificados por 247 participações, o que é razoável, tendo em vista a quantidade de estados e municípios nos quais atuam tais Secretários. A menor participação foi a de Senadores, com 48 participações, e não houve nenhum líder partidário identificado e atuando como membro efetivo do conselho durante o período estudado.

Gráfico 1 – Participações de membros políticos nos Conselhos de Administração (2010-2015)



Fonte: Elaboração própria.

4.1.3 As doações de Empresas à Campanhas Eleitorais

Também foram analisadas as doações realizadas às campanhas eleitorais nos anos de 2010, 2012 e 2014. A Tabela 4 resume as doações de empresas (por setor) às campanhas eleitorais mencionadas. Foi possível observar que na eleição de 2010, o setor Outros apresentou uma maior quantidade de empresas que fizeram doações, mas isso não significa que estas empresas doaram uma maior quantia de recursos. O setor de Alimentos e Bebidas foi o responsável por doar a maior quantia na eleição presidencial em 2010, sendo R\$ 72.772.387,39. Já o setor de Energia Elétrica foi o que doou menos recursos em dinheiro (R\$ 25.000,00).

Já nas eleições municipais de 2012, Alimentos e Bebidas e o setor de Construção tinham as maiores quantidades de empresas doando, porém, novamente, o setor de Alimentos e Bebidas doou mais recursos (R\$ 3.173.000,00). Naquela eleição as empresas de Agro e Pesca doaram a menor quantia. E na eleição de 2014, houve uma maior quantidade de empresas doando no setor Outros, porém, o setor de Alimentos e Bebidas doou a quantia mais expressiva (R\$ 345.558.832,63). Naquele ano, o setor de Eletroeletrônicos ficou na posição de menor doador de recursos em dinheiros para as campanhas eleitorais. A Tabela 4 resume tais resultados.

Tabela 4 – Doações de empresas por setor a campanhas eleitorais (2010, 2012 e 2014)

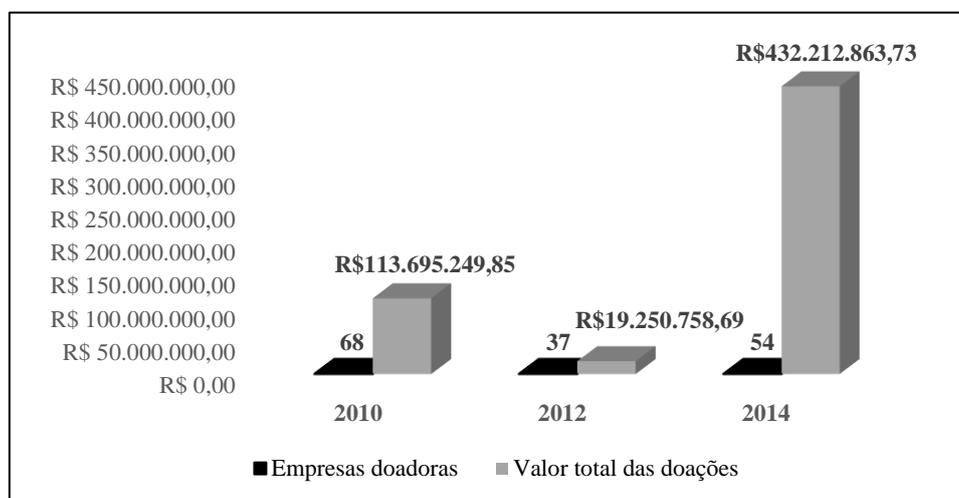
Setor	2010		2012		2014	
	Quant.	Valor	Quant.	Valor	Quant.	Valor
Agro e Pesca	1	R\$ 273.000,00	1	R\$ 66.000,00	1	R\$ 307.000,00
Alim. e Bebidas	6	R\$ 72.772.387,39	5	R\$ 3.173.000,00	6	R\$ 345.558.832,63
Comércio	6	R\$ 2.286.000,00	2	R\$ 549.000,00	5	R\$ 2.869.074,25
Construção	8	R\$ 4.186.100,00	5	R\$ 3.159.000,00	8	R\$ 8.554.633,20
Eletroeletr.	3	R\$ 1.058.191,67	2	R\$ 430.000,00	1	R\$ 21.891,55
Energ. Elétrica	1	R\$ 25.000,00	-	-	-	-
Fundos	-	-	-	-	-	-
Máq. Industriais	1	R\$ 80.000,00	-	-	1	R\$ 50.000,00
Mineração	-	-	-	-	1	R\$ 1.132.914,46
Minerais não Met.	3	R\$ 1.065.000,00	2	R\$ 170.000,00	2	R\$ 812.970,00
Outros	12	R\$ 9.389.097,12	3	R\$ 2.300.000,00	10	R\$ 17.734.613,17
Papel e Celulose	4	R\$ 13.990.573,67	3	R\$ 6.004.698,69	4	R\$ 12.117.061,65

Petróleo e Gás	-	-	-	-	-	-
Química	6	R\$ 1.795.000,00	3	R\$ 739.000,00	4	R\$ 17.093.220,75
Sider. e Metalurgia	4	R\$ 1.674.900,00	3	R\$ 1.310.000,00	3	R\$ 3.604.047,50
Software e Dados	-	-	-	-	-	-
Telecomun.	-	-	-	-	-	-
Têxtil	7	R\$ 1.896.500,00	4	R\$ 328.000,00	5	R\$ 15.566.018,88
Transp. e Serviços	1	R\$ 285.000,00	1	R\$ 90.000,00	1	R\$ 3.383.745,29
Veículos e Peças	5	R\$ 3.191.500,00	3	R\$ 932.060,00	2	R\$ 3.406.840,40
Total	68	R\$ 113.695.249,85	37	R\$ 19.250.758,69	54	R\$ 432.212.863,73

Fonte: Elaboração própria.

O Gráfico 2 permite analisar as doações em sua totalidade. Foi possível verificar que as empresas possuem mais interesse em realizar doações quando ocorrem eleições presidenciais e dos governos estaduais. De fato, os cargos políticos disputados nestas eleições possuem maior poder de decisão sobre a economia brasileira, com isso, os interesses se voltam com maior vigor para esta eleição do que para as eleições municipais. De acordo com o Gráfico 2, houve uma maior quantidade de empresas doando em 2010. No entanto, o ano de 2014 foi marcado pela quantia expressivamente maior de doações das empresas. Ressalta-se que em tal ano houve a campanha presidencial considerada como a mais acirrada da história do país (TSE, 2014), e tal particularidade pode ser o fator motivador do aumento considerável das doações.

Gráfico 2 – Doações de empresas a campanhas eleitorais (2010, 2012 e 2014)



Fonte: Elaboração própria.

4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

Nesta seção foi avaliado o grau de relacionamento entre as variáveis analisadas neste estudo, a partir da matriz de correlação. Ela permite a análise do grau de associação entre as variáveis de custo, ganho da dívida, conexões políticas e variáveis financeiras das empresas, possibilitando a identificação da existência de possíveis indícios de multicolinearidade entre as variáveis. O parâmetro utilizado para analisar a multicolinearidade se baseou em Lin e Chen (2005), em que os coeficientes são menores do que 0,7. Já Brooks (2008) aponta que esse problema surge somente em relações em que o coeficiente é maior que 0,8.

A Tabela 5 divulga a matriz de correlação de *Spearman* com todas as variáveis desse estudo. O maior coeficiente de correlação foi observado entre as variáveis CAPEX e TAM, cujo coeficiente foi de 0,70, valor dentro dos parâmetros mencionados. Com isso, é possível presumir que não há problemas de multicolinearidade. Estas relações são um indicativo dos sinais que serão encontradas na análise de regressão, quando tais relações são exploradas com mais profundidade.

Tabela 5 – Matriz de correlação

	k _d	GD	CONP_TIPO1A	CONP_TIPO1B	CONP_TIPO2	CONP_TIPO3	ALAV	CAPEX	FC	GC	LC
CONP_TIPO1A	-0,14**	-0,06*									
CONP_TIPO1B	0,00	-0,06*	0,18**								
CONP_TIPO2	0,00	-0,01	0,30**	0,13**							
CONP_TIPO3	-0,07*	-0,02	-0,07*	-0,05	0,02						
ALAV	-0,23**	-0,17**	0,11**	0,08**	0,04	0,03					
CAPEX	-0,18**	-0,22**	0,22**	0,15**	0,14**	-0,05	0,08**				
FC	-0,24**	-0,25**	0,17**	0,11**	0,12**	-0,01	0,10**	0,42**			
GC	-0,07*	-0,09**	-0,17**	-0,17**	-0,03	0,09**	0,02	0,01	0,05		
LC	-0,26**	-0,03	-0,04	-0,04	0,00	0,15**	0,10**	-0,00	0,04	0,20**	
TAM	-0,29**	-0,36**	0,26**	0,21**	0,23**	0,01	0,14**	0,70**	0,53**	0,12**	0,03

Fonte: Elaboração própria (2016). Notas: em que KD é o custo da dívida, GD é o ganho da dívida, CONP_TIPO1A é a conexão política por estrutura de propriedade direta, CONP_TIPO1B é a conexão política por estrutura de propriedade indireta, CONP_TIPO2 é a conexão política por conselho de administração, CONP_TIPO3, é a conexão política por doações a campanhas eleitorais, ALAV é a alavancagem, CAPEX é a variável de despesas de capital, FC é o fluxo de caixa, GC é a variável de governança corporativa, LC é o índice de liquidez corrente e TAM é o tamanho da empresa. Apresentam-se o coeficiente de *Spearman* e sua significância, onde * é significante a 5%, ** a 1%.

4.3 ANÁLISE DE REGRESSÃO

Foi realizada a identificação das relações potenciais entre o custo e o ganho da dívida e as respectivas variáveis explicativas. Estimou-se os modelos de regressão com dados em painel pelos Mínimos Quadrados Ponderados, com o intuito de testar os efeitos marginais do custo e do ganho da dívida com as conexões políticas, juntamente com as variáveis de controle das companhias. Com base na estimação dos modelos multivariados dispostos nas Equações (7) e (8), são expostos na Tabela 6 os resultados da regressão do custo da dívida com as variáveis independentes e de controle.

De forma geral, de acordo com a análise do coeficiente de determinação (R^2), aproximadamente 62,30% das variações no custo da dívida podem ser pelo modelo estimado. Um poder de explicação considerado satisfatório, pois conforme Fávero *et al.* (2009), é comum que a modelagem dos dados em painel destaque valores de R^2 medianos, entretanto, satisfatórios para explicar o comportamento das variáveis.

Pode-se observar que a constante (62,1277), significativa a 1%, indica que existem outras variáveis, não incluídas no modelo que podem afetar as relações do custo da dívida com as conexões políticas. Para as primeiras variáveis de conexões políticas foi possível observar que a conexão por estrutura de propriedade evidenciou uma relação significativa e negativa para a conexão direta (CONP_TIPO1A), com coeficiente $-0,0655$. E não significativa para a conexão indireta (CONP_TIPO1B). Assim, quanto maior a participação direta do Governo nas empresas, menor é o custo da dívida. Esses resultados vão ao encontro dos achados de Borisova e Megginson (2011), Brey *et al.* (2011) e Shailer e Wang (2015), que apontam que a propriedade do governo exerce papel fundamental na redução do custo da dívida.

Cabe destacar que a variável conexão política indireta (CONP_TIPO1B) abrange duas informações: a participação de empresas estatais nas empresas e a participação dos fundos de pensão de estatais como acionistas. Esta variável também foi estimada com essas duas informações separadas, com a finalidade de analisar se esses dados se comportam de maneira diferente quando mensuradas de forma desmembrada. No entanto, não houve alteração no modelo como um todo após a estimação em separado. Com isso, optou-se por manter a conexão indireta abrangendo as duas informações conjuntamente.

A variável relacionada à conexão por Conselho de Administração (CONP_TIPO2) demonstrou uma relação significativa e positiva (1,9889), indicando que a presença de membros com experiência política ocupando cargos nos conselhos de administração causa um aumento no custo da dívida, resultado em confronto com os estudos de Goldman, Rocholl e So (2006) e

Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012). Este resultado pode ser justificado devido ao período em que foi selecionada a amostra deste estudo, pois as Conexões por Conselho podem mudar de um ano para o outro. E a última variável de conexão (CONP_TIPO3), relacionou as doações de empresas às campanhas eleitorais, cuja relação não evidenciou uma relação significativa.

No tocante à análise geral do efeito das conexões políticas sobre o custo da dívida, foi possível concluir que as empresas brasileiras que mantêm membros efetivos nos Conselhos de Administração com antecedentes políticos apresentam um aumento no custo da dívida. Por outro lado, as empresas que mantêm em sua estrutura acionária a posse do governo, de forma direta, desfrutam do benefício de redução do custo da captação de recursos de terceiros. Isso é um indicativo de que no âmbito nacional as conexões políticas são consideradas benéficas por parte das empresas, o que pode ser explicado pela facilitação do acesso às taxas de juros reduzidas dos bancos públicos.

Consoante Borisova e Megginson (2011), a redução do custo da dívida na presença de conexões pode estar relacionada à característica de segurança de reembolso e proteção contra falência. Aspecto previsto na Teoria da Dependência dos Recursos, as conexões atuam como uma interação da organização com o ambiente externo com a finalidade de se beneficiar de algum modo, podendo ser exigidos determinadas ações por parte da empresa para o ambiente (ALDRICH; PFEFFER, 1976). Isto é, ao passo que o governo pode influenciar diretamente a tomada de decisão das organizações, a sua sobrevivência está assegurada devido os benefícios atrelados (BREY *et al.* 2011). Com isso, não foi possível confirmar a hipótese H1 desse estudo, de que há uma relação negativa entre as conexões políticas e o custo da dívida das firmas, considerando o resultado da maioria das variáveis de conexões deste trabalho.

Tabela 6 – Regressão Custo da Dívida x variáveis independentes e de controle

Painel A					
	Coefficiente	Erro Padrão	Razão t	p-valor	
Constante	62,1277	2,2295	27,8656	<0,0001	***
CONP_TIPO1A	-0,0655	0,01234	-5,3084	<0,0001	***
CONP_TIPO1B	-0,0088	0,01356	-0,6561	0,5119	
CONP_TIPO2	1,9889	0,4931	4,0329	<0,0001	***
CONP_TIPO3	-1,4855	0,9577	-1,5511	0,1213	
ALAV	0,0512	0,0057	8,8384	<0,0001	***
CAPEX	0,1838	0,1373	1,3383	0,1812	
FC	-1,7151	0,1419	-12,0855	<0,0001	***
GC	1,0470	0,5702	1,8363	0,0667	*
LC	-1,6121	0,2623	-6,1445	<0,0001	***
TAM	-1,4007	0,2110	-6,6370	<0,0001	***
Painel B					

R-quadrado	0,6230	R-quadrado ajustado	0,6185
F(10, 837)	138,3474	P-valor(F)	0,0000

Fonte: Resultados da Pesquisa (2016). Notas: em que CONP_TIPO1A é a conexão política por estrutura de propriedade direta, CONP_TIPO1B é a conexão política por estrutura de propriedade indireta, CONP_TIPO2 é a conexão política por conselho de administração, CONP_TIPO3, é a conexão política por doações a campanhas eleitorais, ALAV é a alavancagem, CAPEX é o logaritmo da variável de despesas de capital, CRESC é o crescimento da empresa com base na receita de vendas, FC é o logaritmo do fluxo de caixa, GC é a variável de governança corporativa, LC é o índice de liquidez corrente e TAM é o tamanho da empresa. Após a eliminação das observações que não possuíam informações disponíveis para todas as variáveis foram consideradas 1014 observações na estimação da regressão. Significância: *** a 1%, ** a 5% e * a 10%.

Ainda na Tabela 6, a variável CAPEX não apresentou relação significativa com o custo da dívida. A ALAV indicou que quanto maior a Alavancagem financeira da empresa, maior o seu custo da dívida. Corroborando com o estudo de Bliss e Gul (2012), de que empresas altamente alavancadas são consideradas como mais arriscadas, pois a obrigação com dívidas em excesso pode dificultar a contratação de novos empréstimos e implicar em um custo da dívida maior.

Já o fluxo de caixa (FC) evidenciou que quanto maior o nível de fluxo de caixa da firma, menor é o seu custo da dívida (-1,7151). Resultado em consonância com o estudo de Bliss e Gul (2012). Tal resultado é um indicador de que empresas com altos fluxos de caixa apresentam uma propensão a honrar com as suas dívidas.

A GC indicou que quanto maior os padrões que elevam a qualidade da governança, maior o custo da dívida. Resultado em confronto com Piot e Missonier-Piera (2009) e Schauten e Van Dijk (2010). O índice de liquidez corrente (LC) evidenciou que quanto maior a capacidade de pagamento das empresas no curto prazo, menor tende a ser o custo da dívida (-1,6121). Isto é corroborado por Bliss e Gul (2012), que apontaram que empresas mais propensas a honrarem seus compromissos de curto prazo tendem a beneficiar-se do custo da dívida reduzido.

E por fim, o tamanho da empresa revelou uma relação negativa e significativa (-1,4007), de modo que quanto maior o porte da empresa, com base em seu ativo total, menor é o custo da dívida. Tais resultados estão em conformidade com os achados de Sengupta (1998) e Valle e Albanez (2012), que atrelaram esse fenômeno ao maior acesso ao mercado de capitais, maior diversificação, maior disponibilidade de ativos e menor propensão à falência, sendo os possíveis motivos que causam a redução do custo da dívida.

E com base nas cinco variáveis em que foi possível analisar as relações com o custo da dívida, cujas relações foram significantes, o Quadro 2 apresenta uma comparação entre as relações esperadas e encontradas.

Quadro 2 – Comparação entre as relações esperadas e encontradas (Variável dependente k_d)

Variável	Relação Esperada	Relação Encontrada
ALAV	+	+
FC	-	-
GC	-	+
LC	-	-
TAM	-	-

Fonte: Elaboração própria. Notas: em que CAPEX_Ln é o logaritmo das despesas de capital, FC_Ln é o logaritmo do fluxo de caixa, GC é a variável de governança corporativa, LC é o índice de liquidez corrente e TAM é o tamanho da empresa

Em seguida, foi estimado o modelo em que o ganho da dívida é a variável dependente. A Tabela 7 reúne os resultados da regressão, cujo coeficiente de determinação (R^2) indica que aproximadamente 17,23% das variações do ganho da dívida das empresas são explicadas por este modelo.

A constante do modelo apresentou coeficiente (15,0312) significativa a 1%, indicando que existem outras variáveis, não incluídas no modelo, que podem afetar as relações do ganho da dívida com as conexões políticas. Para as variáveis de conexões políticas foi possível observar que a conexão por estrutura de propriedade evidenciou uma relação significativa e negativa para a conexão direta (CONP_TIPO1A), com coeficiente de $-0,0200$. E para a conexão indireta (CONP_TIPO1B) essa relação não apresentou significância. Neste caso, quando houve conexão por estrutura de propriedade direta, o ganho da dívida foi reduzido.

Para a conexão por Conselho de Administração (CONP_TIPO2), os resultados revelaram que a presença de membros com experiência política ocupando cargos nos Conselhos de administração causa um aumento no ganho da dívida, em virtude da significância do coeficiente (1,4787). Já a conexão política por doações (CONP_TIPO3) indicaram um coeficiente negativo e significativo ao nível de 10% ($-0,7841$). Isto evidencia que empresas mantêm membros políticos em seus conselhos apresentam um aumento no ganho da dívida e, por outro lado, as firmas que realizam doações às campanhas eleitorais apresentam redução em seu ganho da dívida.

Diante da análise das variáveis de conexões políticas foi possível interpretar que somente quando as empresas mantêm membros com antecedentes políticos nos Conselhos das empresas que existe indícios de aumento do ganho da dívida das organizações. Com isso, a hipótese de pesquisa H2, que propõe uma relação positiva entre conexões políticas e o ganho da dívida das firmas, não foi confirmada, considerando o resultado da maioria das variáveis de conexões desse trabalho.

Tabela 7 – Regressão Ganho da Dívida x variáveis independentes e de controle

Painel A					
	Coefficiente	Erro Padrão	Razão <i>t</i>	<i>p</i> -valor	
Constante	15,0312	0,8898	16,8921	<0,0001	***
CONP_TIPO1A	-0,0200	0,0062	-3,1905	0,0015	***
CONP_TIPO1B	0,0007	0,0048	0,1511	0,8799	
CONP_TIPO2	1,4787	0,1981	7,4622	<0,0001	***
CONP_TIPO3	-0,7841	0,3170	-2,4729	0,0136	**
ALAV	0,0017	0,0015	1,1206	0,2628	
CAPEX	0,2440	0,0620	3,9329	<0,0001	***
FC	-0,2328	0,0620	-3,7508	0,0002	***
GC	-0,4867	0,2075	-2,3451	0,0193	**
LC	-0,4744	0,0926	-5,1236	<0,0001	***
TAM	-0,2026	0,09792	-2,0693	0,0388	**

Painel B			
R-quadrado	0,1723	R-quadrado ajustado	0,1624
F(10, 837)	17,4266	P-valor(F)	0,0000

Fonte: Resultados da pesquisa (2016). Notas: em que CONP_TIPO1A é a conexão política por estrutura de propriedade direta, CONP_TIPO1B é a conexão política por estrutura de propriedade indireta, CONP_TIPO2 é a conexão política por conselho de administração, CONP_TIPO3, é a conexão política por doações a campanhas eleitorais, ALAV é a alavancagem, CAPEX é o logaritmo da variável de despesas de capital, FC é o logaritmo do fluxo de caixa, GC é a variável de governança corporativa, LC é o índice de liquidez corrente e TAM é o tamanho da empresa. Após a eliminação das observações que não possuíam informações disponíveis para todas as variáveis foram consideradas 1014 observações na estimação da regressão. Significância: *** a 1%, ** a 5% e * a 10%

Ainda na Tabela 7, a variável de controle representada pela Alavancagem não apresentou relação significativa. Já a variável CAPEX revelou que um aumento nas despesas de capital promove um aumento no ganho da dívida das empresas (0,2440). A variável do Fluxo de Caixa demonstrou que quanto maior o fluxo de caixa, menor o ganho da dívida (-0,2328).

A variável de Governança Corporativa evidenciou que o ganho da dívida está negativamente associado aos atributos que elevam a qualidade da governança (-0,4867), e isso é razoável, pois empresas com melhor governança tendem a ter menor custo da dívida, oferecendo menor possibilidade de ganho. O índice de liquidez corrente (LC) demonstrou que a maior capacidade de pagamento das empresas está relacionada a redução do ganho da dívida (-0,4744). E por fim, o tamanho da empresa também revelou uma relação negativa e significativa (-0,2026), evidenciando que empresas de maior porte apresentaram redução em seu ganho da dívida. Indicativo de que as características de maior acesso ao mercado de capitais, maior diversificação, maior disponibilidade de ativos e menor propensão à falência, atrelados à empresas de maior tamanho, provocam redução no ganho da dívida.

Com base nas análises das variáveis de controle mencionadas, foi possível analisar que somente quando as empresas apresentaram um alto montante de investimentos realizados em equipamentos e instalações para a produção de um produto ou serviço, que foi possível desfrutar

do benefício do ganho da dívida. Tal resultado pode ser justificado pelo fato de que empresas com experiência em CAPEX possuem maior credibilidade junto aos credores, e possivelmente conseguem auferir um custo da dívida inferior ao custo do capital próprio. O Quadro 3 apresenta uma comparação entre as relações esperadas e encontradas das variáveis de controle do modelo.

Quadro 3 – Comparação entre as relações esperadas e encontradas (Variável dependente GD)

Variável	Relação Esperada	Relação Encontrada
CAPEX	+	+
FC	+	-
GC	+	-
LC	+	-
TAM	+	-

Fonte: Elaboração própria. Notas: em que ALAV é a alavancagem, CAPEX_Ln é o logaritmo das despesas de capital, CRESC é o crescimento da empresa, FC_Ln é o logaritmo do fluxo de caixa, GC é a variável de governança corporativa, LC é o índice de liquidez corrente e TAM é o tamanho da empresa

Em relação ao Quadro 3, ressalta-se as variáveis de Fluxo de Caixa. Governança Corporativa, Liquidez Corrente e Tamanho apresentaram valor diferente do esperado. Isto pode ser justificado pelo aspecto de que as empresas da amostra apresentaram altas variações nos valores do custo de capital próprio, fator determinante no cálculo do ganho da dívida que, conseqüentemente, apresentou efeitos sobre as relações entre o ganho e tais variáveis de controle.

Em síntese, o custo e o ganho da dívida das empresas da amostra comportaram-se de maneira diferente quando relacionados com tipos distintos de aproximações com o governo. Os resultados empíricos apresentados neste trabalho permitem inferir que: a) a relação entre firmas e governo, por meio da conexão por estrutura de propriedade direta, traz benefícios ao custo da dívida das empresas; b) as altas variações no custo de capital próprio, identificadas nas empresas da amostra ao longo da pesquisa, provocou efeitos sobre o ganho da dívida, de modo que, quando relacionado com os tipos de conexão por estrutura de propriedade direta e por doações a campanhas eleitorais, não apresentou benefícios para as organizações; e c) a integração de membros com experiência política nos conselhos de administração implicou no benefício efetivo do ganho da dívida das empresas da amostra.

5 CONCLUSÃO

O ponto central deste trabalho foi analisar o efeito das conexões políticas diretas e indiretas sobre o custo e o ganho da dívida das empresas, integrando as correntes teóricas da Teoria da Agência e da Teoria da Dependência dos Recursos. Para responder a questão de pesquisa – Qual é o efeito das conexões políticas sobre o custo e o ganho da dívida em empresas listadas na BM&FBovespa? –, coletou-se informações contábeis e financeiras, de conexões e de governança corporativa, configurando uma amostra de 848 observações, que representaram 233 empresas não financeiras no período de 2010 a 2014.

Com o intuito de capturar os efeitos das conexões políticas sobre o custo e o ganho da dívida, foram empregadas regressões múltiplas pelo método dos Mínimos Quadrados Ponderados (MQP), ferramenta que se mostrou adequada devido à característica de heterocedasticidade dos resíduos do modelo.

A revisão da literatura sugere que as relações políticas firma-governo afetam a construção do custo e do ganho da dívida das empresas, dado que as perspectivas da teoria da agência e da dependência dos recursos permitem explicar que os elos construídos entre firmas e ambiente político são formados com a finalidade de gerar benefícios mútuos, as organizações permitem que alianças com o governo sejam formadas em troca de determinadas vantagens.

Considerando o contexto brasileiro como relevante e influente, as conexões políticas firma-governo foram abordadas neste trabalho por meio da participação do governo por estrutura de propriedade direta e indireta nas organizações, por meio da inserção de membros políticos nos conselhos de administração das firmas e por meio das doações realizadas por empresas a campanhas eleitorais.

Os resultados empíricos mostram num primeiro momento um elevado custo da dívida, evidenciando o possível aspecto de elevados *spreads* bancários que causaram um aumento do custo da dívida, conforme visto por Oreiro *et al.* (2007). No tocando ao ganho da dívida, em virtude dessa variável representar uma derivação do custo da dívida, conforme Martins, Carvalho e Assaf Neto (2008), observou-se que apesar do uso de capital de terceiros pelas empresas, o ganho efetivo da dívida não foi alcançado por todas, em virtude dos valores “zero” identificados na amostra.

Com base nos testes realizados, nota-se que as empresas que mantêm em sua estrutura acionária a posse de governo, de forma direta, apresentam um custo da dívida reduzido. Com isso, foi possível identificar que as empresas brasileiras convergem para o cenário previsto em trabalhos anteriores (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; BORISOVA; MEGGINSON,

2011; FIELDS; FRASER; SUBRAHMANYAM, 2012; SHAILER; WANG, 2015), de que as conexões políticas podem causar um efeito redutor no custo da dívida. Assim, pode-se afirmar que a hipótese H1 foi confirmada parcialmente.

Adicionalmente, empresas que mantêm membros com antecedentes políticos no conselho de administração auferem ganhos efetivos da dívida. Resultado tratado como uma nova evidência da literatura nacional em Finanças, o qual não apresentava, até o presente momento, estudos que apontavam tal relação. Cabe destacar, também, que empresas que dispõem de alto valor do CAPEX, apresentam aumento do ganho da dívida. Com base nisto, a hipótese H2 também foi confirmada parcialmente.

Dentre as principais contribuições deste estudo, é possível afirmar que, no âmbito brasileiro, as empresas que mantêm participação direta do governo em sua estrutura acionária, apresentam o benefício da redução do custo da dívida. Aspecto que indica que a relação mais aproximada com bancos públicos está ligada a taxas de empréstimos menores. Porém, em virtude das variações nos valores do custo da dívida das empresas, a conexão política por este meio não provocou ganhos da dívida.

Além disso, estreitar relações por meio da inserção de membros com antecedentes políticos nos Conselhos de Administração nas empresas, implicou em um aumento do ganho da dívida. Indício de que os membros “conectados” dos Conselhos possivelmente utilizam dos seus relacionamentos com o governo para atrair recursos mais baratos. E as doações expressivas realizadas pelas empresas nas eleições de 2010, 2012 e 2014, não implicaram em um aumento no ganho da dívida. Indício de que o benefício pelo uso da dívida não constitui a razão pelo qual as empresas realizam doações.

Como limitações deste estudo, se destaca, primeiramente, a escassez com a produção científica brasileira relacionada ao tema em estudo. Também houveram limitações com o acesso às informações necessárias para a construção de todas as variáveis de conexões políticas, porém contornados com a ajuda dos suportes técnicos das bases de dados. Em seguida, devido a eliminação de muitas observações por falta de informações disponíveis, houveram limitações quanto ao tamanho da amostra, no entanto, tal particularidade não provocou a invalidação dos dados. Além disso, houve como limitação o possível aspecto de outros fatores influenciando as relações firma-governo, e que não foram incluídos no conjunto de variáveis analisado neste trabalho, a significância da constante em todas as estimações confirma esta afirmação.

Como sugestão para trabalhos futuros sugere-se a ampliação o tamanho da amostra, além da inserção de outros tipos de conexões políticas identificadas entre firma e governo na

literatura. Não obstante, podem ser recomendados novos estudos ampliando o escopo de análise que explicam os motivos pelos quais as empresas mantêm elos políticos.

REFERÊNCIAS

ACEMOGLU, D.; GEORGY, E.; KONSTANTIN, S. Political Selection and Persistence of Bad Governments. **Quarterly Journal of Economics**, 2010.

AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Do some outside directors play a political role?. **The Journal of Law and Economics**, v. 44, n. 1, p. 179-198, 2001.

ALCHIAN, A. A. The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. **Journal of Industrial Economics**, v. 14, n. 4, p. 30-44, 1965.

ALDRICH, H. E.; PFEFFER, J. Environments of organizations. **Annual review of sociology**, v. 2, n. 1, p. 79-105, 1976.

ANDRADE, A. ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ANDRES, P.; AZOFRA, V.; LOPEZ, F. Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. **Corporate Governance: An International Review**, v. 13, n. 2, p. 197-210, 2005.

ANG, J. S.; DING, D. K. Government ownership and the performance of government-linked companies: The case of Singapore. **Journal of Multinational Financial Management**, v.16, p. 64–88, 2006. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.mulfin.2005.04.010>>. Acesso em: mai. 2016.

ANSOLABEHERE, S.; FIGUEIREDO, J. M.; SNYDER, J. M. Why is there so little money in US politics? **The Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 1, p. 105-130, 2003.

BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Unpacking firm effects: modeling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 9, n.1, p. 65-85, 2005.

BARRINGER, B. R.; HARRISON, J. S. Walking a tightrope: creating value through interorganizational relationships. **Journal of Management**, v. 26, n. 3, p. 367-403, 2000.

BHAGAT, S.; BLACK, B. S. The non-correlation between board independence and long-term firm performance. **Journal of Corporation Law**, v. 27, p. 231-273, 2002.

BLISS, M. A.; GUL, F. A. Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 5, p. 1520-1527, 2012.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento. **Privatizações no Brasil**. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Privatizacao/200207_3.html>. Acesso em: mai. 2016.

BOAS, T. C.; HIDALGO, F. D.; RICHARDSON, N. P. The spoils of victory: campaign donations and government contracts in Brazil. **The Journal of Politics**, v. 76, n. 2, p.415-429, 2014.

BORISOVA, G.; MEGGINSON, W. L. Does government ownership affect the cost of debt? Evidence from privatization. **Review of Financial Studies**, p. 154, 2011.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J.; SAFFAR, W. Political connections of newly privatized firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 5, p. 654-673, 2008.

BRASIL. **Lei nº 9.096, de 19 de setembro de 1995**. Dispõe sobre as normas para os partidos políticos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9096.htm>. Acesso em: mai. 2016.

_____. **Lei nº 9.504, de 30 de setembro de 1997**. Dispõe sobre as normas para as eleições. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9504.htm>. Acesso em: mai. 2016.

BREY, N. K.; CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; ALBERTON, A. A estrutura de propriedade das corporações: conexões políticas sob a perspectiva da dependência de recursos – um ensaio teórico. **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, v. 10, n. 3, p. 126-146, 2011.

BRUÈRE, A. J.; MENDES-DA-SILVA, W.; SANTOS, J. F. Aspectos da governança corporativa de empresas listadas na Bovespa: um estudo exploratório sobre a composição e perfil dos conselhos de administração. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 4, n. 2, p. 149-159, 2007.

CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Conexões políticas das firmas e seus efeitos na performance: uma convergência entre as perspectivas da governança e da dependência de recursos-um ensaio teórico. **Revista Alcance**, v. 19, n. 2, 2012.

CAMPOS, T. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração**, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **RAUSP – Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

CLAESSENS, S.; FEIJEN, E.; LAEVEN, L. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, p. 554-580, 2008.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 1, p. 2-37, 2014.

COSTA, F. N.; DEOS, S. S. Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira. **Análise Econômica**, v. 20, n. 38, 2002.

DAILY, C., & DALTON, D. R. Bankruptcy and corporate governance: the impact of board composition and structure. **Academy of Management Journal**, v. 37, n. 6, p. 1603-1617, 1994a.

DAILY, C., & DALTON, D. R. Corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment. **Strategic Management Journal**, v. 15, n. 8, p. 643-654, 1994b.

DINÇ, I. S. Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets. **Journal of financial economics**, v. 77, n. 2, p. 453-479, 2005.

DURAND, D. Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. **In**: Conference on research in business finance. NBER, p. 215-262, 1952.

EISENBERG, T.; SUNDGREN, S.; WELLS, M. T. Larger board size and decreasing firm value in small firms. **Journal of financial economics**, v. 48, n. 1, p. 35-54, 1998.

FACCIO, M. Politically Connected Firms. **The American Economic Review**, v. 96, n. 1, p. 369-386, 2006. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1257/000282806776157704>>. Acesso em: mai. 2016.

FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **The journal of political economy**, p. 288-307, 1980.

FAMÁ, R.; BARROS, L.; SILVEIRA, A. D. M. A Estrutura de Capital é Relevante? Novas Evidências a partir de dados norte-americanos e latino-americanos. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 8, n. 2, p. 71-84, 2001.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 327-349, 1983.

FIELDS, L. P.; FRASER, D. R.; SUBRAHMANYAM, A. Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 5, p. 1536-1547, 2012.

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, p. 1144-1155, 2009. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.12.008>>. Acesso em: mai. 2016.

FISMAN, R. Estimating the Value of Political Connections. **American Economic Review**, v.91, p. 1095-1102, 2001.

GOLDMAN, E.; ROCHOLL, J.; SO, J. Do politically connected boards affect firm value? **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 6, p. 2331-2360, 2009.

HART, O.; HOLMSTRÖM, B. The theory of contracts. **Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology**, 1986.

HART, O.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. The proper scope of government: theory and an application to prisons. **National Bureau of Economic Research**, 1996.

HILLMAN, A. J. Politicians on the board of directors: Do connections affect the bottom line? **Journal of Management**, v. 31, p. 464-481, 2005. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1177/0149206304272187>>. Acesso em: mai. 2016.

HILLMAN, A. J.; HITT, M. A. Corporate political strategy formulation: A model of approach, participation, and strategy decisions. **Academy of management review**, v. 24, n. 4, p. 825-842, 1999.

HILLMAN, A. J.; WITHERS, M. C.; COLLINS, B. J. Resource dependence theory: A review. **Journal of management**, 2009.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa**. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: mai. 2016.

INOUE, C.; LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A. Leviathan as a minority shareholder: Firm-level implications of state equity purchases. **Academy of Management Journal**, v. 56, n. 6, p. 1775–1801, 2013.

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Publicações**. Disponível em: < http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_alphacontent&view=alphacontent&Itemid=357>. Acesso em: mai. 2016.

JAYME JR, F. G.; CROCCO, M. Política fiscal, disponibilidade de crédito e financiamento de políticas regionais no Brasil. **In:** 33th Encontro Nacional de Economia, Natal, Rio Grande do Norte, Anpec, 2005.

JENSEN, M. C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review**, v. 76, n. 2, 1986.

_____. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

_____; MECKLING, W. H. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, p. 4-19, 1994.

_____. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHNSON, J.; DAILY, C.; ELLSTRAND, A. Boards of directors: a review and research agenda. **Journal of Management**, v. 22, n. 3, p. 409-438, 1996.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The journal of finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LAZZARINI, S. G. **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. São Paulo: Elsevier, 2011. Disponível em: <https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=OaJoNAqGynQC&oi=fnd&pg=PP1&dq=Capitalismo+de+la%C3%A7os:+os+donos+do+Brasil+e+suas+conex%C3%B5es&ots=qIo8YaV1oQ&sig=S-Hvp6tuhYiOF_9qUbjVh6ZkRtI#v=onepage&q=Capitalismo%20de%20la%C3%A7os%3A%20os%20donos%20do%20Brasil%20e%20suas%20conex%C3%B5es&f=false>. Acesso em: mai. 2016.

LIPTON, M.; LORSCH, J. W. A modest proposal for improved corporate governance. **The business lawyer**, p. 59-77, 1992.

MACEDO, J. M. A.; SILVA, C. A. T.; MACHADO, M. A. V. 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, p. 157-178, 2015.

MARTINS, E.; MARTINS, V. A. Contabilidade e finanças: a temerária utilização do WACC. **Revista universo Contábil**, v. 11, n. 1, p. 25, 2015.

MARTINS, F. F.; MARCON, R.; LANA, J.; XAVIER, W. G.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Conexões políticas e estrutura de capital das empresas. **In: XXXVII Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2013.

MARTINS, V. A.; CARVALHO, L. N. G. D.; ASSAF NETO, A. Anatomia do valor de empresas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 4, p. 1071-1105, 2008.

MINARDI, A. M. A. F.; SANVICENTE, A. Z.; MONTENEGRO, C. M. G.; DONATELLI, D. H.; BIGNOTTO, F. G. Estimando o custo de capital de companhias fechadas no Brasil para uma melhor gestão estratégica de projetos. **Inspere Working Paper – WPE: 088/2007**. Disponível em: <http://www.insper.org.br/sites/default/files/2007_wpe088.pdf>. Acesso em: mai. 2016.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American economic review**, p. 433-443, 1963.

_____. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American economic review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

_____. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: Reply. **The American Economic Review**, v. 49, n. 4, p. 655-669, 1959.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The journal of finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

NESS Jr, W. L.; ZANI, J. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. **In: Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2000.

NUNES, E.; RIBEIRO, L. M.; PEIXOTO, V. Agências reguladoras no Brasil. **Observatório Universitário on line**, 2007.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC - Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

OLIVA, E. J. D. El efecto de los impuestos sobre el costo de capital: estudio del caso almacenes éxito SA (2006-2010). **Revista Facultad de Ciencias Económicas**, v. 20, n. 2, p. 203-229, 2012.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. D.; JONAS, G.; QUEVEDO, R. Por que o custo do capital no Brasil é tão alto? **In: Papers and Proceedings of XXXV Meeting of Brazilian Economic Association**, 2007.

PFEFFER, J. Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environments. **Administrative Science Quarterly**, v. 17, p. 218-229, 1972.

_____; SALANCIK, G. R. **The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective**. Stanford: Stanford University Press, 2003.

PIOT, C.; MISSIONIER-PIERA, F. Corporate governance reform and the cost of debt financing of listed French companies. **SSRN**, 2009.

PORTUGAL, A. C.; BUGARIN, M. Financiamento público e privado de campanhas eleitorais: efeitos sobre bem-estar social e representação partidária no Legislativo. **Economia aplicada**, v. 7, n. 3, p. 549-584, 2003.

RAZAK, N. H.; AHMAD, R.; ALIAHMED, H. J. Government ownership and performance: An analysis of listed companies in Malaysia. **Corporate ownership and control**, v. 6, n. 2, p. 434-442, 2008.

SALAMON, L. M.; SIEGFRIED, J. J. Economic power and political influence: The impact of industry structure on public policy. **American Political Science Review**, v. 71, n. 03, p. 1026-1043, 1977.

SAMUELS, D. Does money matter? Credible commitments and campaign finance in new democracies: theory and evidence from Brazil. **Comparative Politics**, p. 23-42, 2001.

SAPIENZA, P. The effects of government ownership on bank lending. **Journal of Financial Economics**, 72, p. 357-384, 2004.

SCHAUTEN, M.; VAN DIJK, D. J. C. Corporate Governance and the Cost of Debt of Large European Firms. **ERIM Report Series Reference**, 2010.

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 73, n. 4, p. 459-474, 1998.

SHAILER, G.; WANG, K. Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations. **Emerging Markets Review**, v. 22, p. 1-17, 2015.

SHLEIFER, A. State versus private ownership. **Journal of Economic Perspectives**, v. 12, p. 133-150, 1998.

_____; VISHNY, R. W. Politicians and firms. **The Quarterly Journal of Economics**, p. 995-1025, 1994.

_____; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SMITH, C. Option pricing: a review. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 1/2, p. 3-52, 1976.

SPECK, B. W. “Reagir a escândalos ou perseguir ideais? A regulação do financiamento político no Brasil”. **Cadernos Adenauer**, v. 6, n. 2, 2005.

STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of financial Economics**, v. 26, n. 1, p. 3-27, 1990.

SZTUTMAN, A. M.; ALDRIGHI, D. M. Financiamento das campanhas eleitorais de 2006 por grupos econômicos e empréstimos do BNDES. **In: Encontro Nacional de Economia, Brasil. ANPEC**, 2012.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economics performance in the largest European companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 6, p. 689-705, 2000. Disponível em: <[http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200006\)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200006)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y)>. Acesso em: mai. 2016.

TSE – TRIBUNAL SUPERIOR ELEITORAL. **TSE**. Disponível em: <<http://www.tse.jus.br/imprensa/noticias-tse/2015/Dezembro/tse-aprova-resolucoes-sobre-regras-das-eleicoes-municipais-de-2016>>. Acesso em: mai. 2016.

VALLE, M. R.; ALBANEZ, T. Juros altos, fontes de financiamento e estrutura de capital: o endividamento de empresas brasileiras no período 1997-2006. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 6, n. 16, p. 49, 2012.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. MIT press, 2010.

WU, H. Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects. **Journal of Business Research**, 2010.

WU, W.; WU, C.; RUI, O. M. Ownership and the value of political connections: Evidence from China. **European Financial Management**, v. 18, n. 4, p. 695-729, 2012.

YEMARK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n. 2, p. 185-212, 1996.

ZAHRA, S. A.; PEARCE, J. A. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. **Journal of management**, v. 15, n. 2, p. 291-334, 1989.

APÊNDICE A – TESTE DE DIAGNÓSTICO DE PAINEL NO GRETL

Custo da dívida (KD) como variável dependente

Estimador de efeitos fixos

permite diferenciar os interceptos por unidade de corte transversal
erros padrão das inclinações entre parênteses, p-valores em chaves

const:	51,292	(60,032)	[0,39322]
COMP_TIPO1A:	0,073982	(0,35106)	[0,83316]
COMP_TIPO1B:	0,053744	(0,076067)	[0,48013]
COMP_TIPO2:	-11,062	(5,1608)	[0,03248]
COMP_TIPO3:	-7,8404	(4,4277)	[0,07711]
ALAV:	0,011599	(0,027021)	[0,66788]
CAPEX:	0,0034847	(0,89371)	[0,99689]
FC:	-1,179	(0,78069)	[0,13152]
GC:	5,4853	(7,6603)	[0,47423]
LC:	-4,8274	(1,5934)	[0,00255]
TAM:	-0,16435	(4,0145)	[0,96736]

233 médias de grupo foram subtraídas dos dados

Variância dos resíduos: $561526 / (848 - 243) = 928,143$

Significância conjunta da diferenciação das médias de grupo:

$F(232, 605) = 5,10811$ com p-valor $2,2145e-058$

(Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos.)

Estatística de teste Breusch-Pagan:

LM = 47,7846 com p-valor = $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(1) > 47,7846) = 4,7572e-012$

(Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios.)

Variance estimators:

between = 2085,61

within = 928,143

Panel is unbalanced: theta varies across units

Estimador de efeitos aleatórios

permite um componente unitário-específico no termo do erro
(erros padrão entre parênteses, p-valores entre chaves)

const:	95,641	(25,465)	[0,00018]
COMP_TIPO1A:	-0,02186	(0,1925)	[0,90961]
COMP_TIPO1B:	0,041114	(0,070634)	[0,56068]
COMP_TIPO2:	-7,1471	(4,3836)	[0,10339]
COMP_TIPO3:	-5,0592	(4,2849)	[0,23806]
ALAV:	0,014973	(0,025647)	[0,55951]
CAPEX:	0,051495	(0,83376)	[0,95077]
FC:	-1,8108	(0,73119)	[0,01346]
GC:	3,6938	(5,1591)	[0,47420]
LC:	-3,8623	(1,372)	[0,00499]
TAM:	-2,5683	(1,9761)	[0,19407]

Estatística de teste de Hausman:

H = 18,4443 com p-valor = $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(10) > 18,4443) = 0,0479153$

(Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é consistente, validando a hipótese alternativa da existência do modelo de efeitos fixos.)

Ganho da Dívida (GD) como variável dependente

Estimador de efeitos fixos

permite diferenciar os interceptos por unidade de corte transversal
erros padrão das inclinações entre parênteses, p-valores em chaves

const:	9,2633	(5,9225)	[0,11832]
CONP_TIPO1A:	0,019042	(0,034634)	[0,58264]
CONP_TIPO1B:	-0,0097705	(0,0075045)	[0,19343]
CONP_TIPO2:	0,2064	(0,50914)	[0,68534]
CONP_TIPO3:	-0,26963	(0,43682)	[0,53730]
ALAV:	0,00063411	(0,0026657)	[0,81206]
CAPEX:	0,073239	(0,08817)	[0,40650]
FC:	-0,14334	(0,07702)	[0,06322]
GC:	0,18432	(0,75573)	[0,80739]
LC:	-0,28724	(0,1572)	[0,06815]
TAM:	0,25853	(0,39605)	[0,51416]

233 médias de grupo foram subtraídas dos dados

Variância dos resíduos: $5465,32 / (848 - 243) = 9,03359$

Significância conjunta da diferenciação das médias de grupo:

$F(232, 605) = 2,45897$ com p-valor $1,65669e-018$

(Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos.)

Estadística de teste Breusch-Pagan:

$LM = 106,749$ com p-valor = $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(1) > 106,749) = 5,05355e-025$

(Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios.)

Variance estimators:

between = 7,03024

within = 9,03359

Panel is unbalanced: theta varies across units

Estimador de efeitos aleatórios

permite um componente unitário-específico no termo do erro
(erros padrão entre parênteses, p-valores entre chaves)

const:	11,663	(1,5937)	[0,00000]
CONP_TIPO1A:	-0,012737	(0,012783)	[0,31936]
CONP_TIPO1B:	-0,0040742	(0,0063547)	[0,52161]
CONP_TIPO2:	0,68942	(0,34876)	[0,04839]
CONP_TIPO3:	-0,35363	(0,39979)	[0,37666]
ALAV:	0,0026003	(0,0023386)	[0,26650]
CAPEX:	0,098091	(0,0743)	[0,18713]
FC:	-0,19147	(0,066476)	[0,00407]
GC:	-0,089861	(0,35144)	[0,79825]
LC:	-0,24134	(0,11241)	[0,03208]
TAM:	0,11273	(0,14082)	[0,42365]

Estadística de teste de Hausman:

$H = 10,8057$ com p-valor = $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(10) > 10,8057) = 0,372854$

(Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é consistente, validando a hipótese alternativa da existência do modelo de efeitos fixos.)

APÊNDICE B – ANÁLISE DE REGRESSÃO NO GRETL

Custo da Dívida (KD) como variável dependente

Modelo 1: WLS, usando 848 observações					
Incluídas 233 unidades de corte transversal					
Variável dependente: KD					
Pesos baseados nas variâncias de erro por unidade					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	62,1277	2,22955	27,8656	<0,0001	***
CONP_TIPO1A	-0,0655243	0,0123435	-5,3084	<0,0001	***
CONP_TIPO1B	-0,00889804	0,0135613	-0,6561	0,5119	
CONP_TIPO2	1,98898	0,493184	4,0329	<0,0001	***
CONP_TIPO3	-1,48557	0,957755	-1,5511	0,1213	
ALAV	0,051231	0,00579643	8,8384	<0,0001	***
CAPEX	0,183821	0,137355	1,3383	0,1812	
FC	-1,71515	0,141917	-12,0855	<0,0001	***
GC	1,04709	0,570221	1,8363	0,0667	*
LC	-1,61214	0,262372	-6,1445	<0,0001	***
TAM	-1,40079	0,211056	-6,6370	<0,0001	***
Estatísticas baseadas nos dados ponderados:					
Soma resíd. quadrados	633,6075	E.P. da regressão		0,870056	
R-quadrado	0,623053	R-quadrado ajustado		0,618550	
F(10, 837)	138,3474	P-valor(F)		9,3e-170	
Log da verossimilhança	-1079,685	Critério de Akaike		2181,369	
Critério de Schwarz	2233,541	Critério Hannan-Quinn		2201,356	
Estatísticas baseadas nos dados originais:					
Média var. dependente	23,60712	D.P. var. dependente		45,06333	
Soma resíd. quadrados	1683518	E.P. da regressão		44,84832	

Ganho da Dívida (GD) como variável dependente

Modelo 5: WLS, usando 848 observações					
Incluídas 233 unidades de corte transversal					
Variável dependente: GD					
Pesos baseados nas variâncias de erro por unidade					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	15,0312	0,889834	16,8921	<0,0001	***
CONP_TIPO1A	-0,0200493	0,00628409	-3,1905	0,0015	***
CONP_TIPO1B	0,000739298	0,00489225	0,1511	0,8799	
CONP_TIPO2	1,47873	0,198163	7,4622	<0,0001	***
CONP_TIPO3	-0,784117	0,317078	-2,4729	0,0136	**
ALAV	0,00174914	0,00156089	1,1206	0,2628	
CAPEX	0,244072	0,0620594	3,9329	<0,0001	***
FC	-0,23285	0,0620796	-3,7508	0,0002	***
GC	-0,486737	0,207556	-2,3451	0,0193	**
LC	-0,474464	0,092604	-5,1236	<0,0001	***
TAM	-0,202642	0,0979276	-2,0693	0,0388	**
Estatísticas baseadas nos dados ponderados:					
Soma resíd. quadrados	781,7832	E.P. da regressão		0,966452	
R-quadrado	0,172325	R-quadrado ajustado		0,162437	
F(10, 837)	17,42669	P-valor(F)		5,09e-29	
Log da verossimilhança	-1168,787	Critério de Akaike		2359,575	
Critério de Schwarz	2411,746	Critério Hannan-Quinn		2379,561	
Estatísticas baseadas nos dados originais:					
Média var. dependente	12,25261	D.P. var. dependente		3,618839	
Soma resíd. quadrados	11109,44	E.P. da regressão		3,643203	

**APÊNDICE C – ANÁLISE DE REGRESSÃO NO GRETLM COM MUDANÇA DA
VARIÁVEL CONP_TIPO3¹**

Custo da Dívida (KD) como variável dependente

Modelo 1: WLS, usando 848 observações					
Incluídas 233 unidades de corte transversal					
Variável dependente: KD					
Pesos baseados nas variâncias de erro por unidade					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	61,9496	2,23375	27,7335	<0,0001	***
CONP_TIPO1A	-0,0653111	0,0123448	-5,2906	<0,0001	***
CONP_TIPO1B	-0,00864265	0,0135726	-0,6368	0,5244	
CONP_TIPO2	1,9629	0,494312	3,9710	<0,0001	***
LN_CONP_TIPO3	-0,110058	0,0731416	-1,5047	0,1328	
ALAV	0,0513021	0,00587989	8,7250	<0,0001	***
CAPEX	0,19271	0,137873	1,3977	0,1626	
FC	-1,70378	0,143336	-11,8866	<0,0001	***
GC	1,08641	0,568337	1,9116	0,0563	*
LC	-1,60816	0,26002	-6,1848	<0,0001	***
TAM	-1,41113	0,2128	-6,6312	<0,0001	***
Estatísticas baseadas nos dados ponderados:					
Soma resíd. quadrados	634,4865	E.P. da regressão	0,870660		
R-quadrado	0,617083	R-quadrado ajustado	0,612508		
F(10, 837)	134,8852	P-valor(F)	6,5e-167		
Log da verossimilhança	-1080,272	Critério de Akaike	2182,545		
Critério de Schwarz	2234,717	Critério Hannan-Quinn	2202,532		
Estatísticas baseadas nos dados originais:					
Média var. dependente	23,60712	D.P. var. dependente	45,06333		
Soma resíd. quadrados	1683470	E.P. da regressão	44,84767		

¹ Para fins de análise, o modelo de regressão foi estimado com alteração na variável CONP_TIPO3 (Conexão Política por doações a campanhas eleitorais), considerando-a em modo de logaritmo natural (LN) os valores em reais das doações a campanhas. Neste caso, não foram identificadas alterações significativas no modelo após a mudança, sendo utilizado neste trabalho as estimações do Apêndice B.

Ganho da Dívida (GD) como variável dependente

Modelo 2: WLS, usando 848 observações					
Incluídas 233 unidades de corte transversal					
Variável dependente: GD					
Pesos baseados nas variâncias de erro por unidade					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	15,0023	0,889609	16,8640	<0,0001	***
CONP_TIPO1A	-0,0201811	0,00628261	-3,2122	0,0014	***
CONP_TIPO1B	0,000863538	0,00488247	0,1769	0,8597	
CONP_TIPO2	1,47825	0,197956	7,4676	<0,0001	***
LN_CONP_TIPO3	-0,0661886	0,025014	-2,6461	0,0083	***
ALAV	0,00174279	0,00156016	1,1171	0,2643	
CAPEX	0,244569	0,0619574	3,9474	<0,0001	***
FC	-0,234303	0,0620284	-3,7773	0,0002	***
GC	-0,476548	0,207915	-2,2920	0,0222	**
LC	-0,472973	0,0926682	-5,1039	<0,0001	***
TAM	-0,200099	0,098002	-2,0418	0,0415	**
Estatísticas baseadas nos dados ponderados:					
Soma resíd. quadrados	781,5322	E.P. da regressão		0,966297	
R-quadrado	0,172425	R-quadrado ajustado		0,162537	
F(10, 837)	17,43883	P-valor(F)		4,85e-29	
Log da verossimilhança	-1168,651	Critério de Akaike		2359,302	
Critério de Schwarz	2411,474	Critério Hannan-Quinn		2379,289	
Estatísticas baseadas nos dados originais:					
Média var. dependente	12,25261	D.P. var. dependente		3,618839	
Soma resíd. quadrados	11107,81	E.P. da regressão		3,642935	