

O INTERLOCKING POLÍTICO TRAZ BENEFÍCIOS PARA AS EMPRESAS NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS FINANCEIROS JUNTO AO BNDES?

DOES THE POLITICAL INTERLOCKING BRING BENEFITS TO COMPANIES IN THE FUNDING OF FINANCIAL RESOURCES FROM BNDES?

Thiago de Sousa Barros

Universidade Federal de Ouro Preto – Brasil
thiago.barros@ufop.edu.br
<https://orcid.org/0000-0001-7739-9150>

Arthur Machado Guimarães Jota

Banco Bradesco
amg12@yahoo.com
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0950-7137>

RESUMO

A literatura em governança corporativa sugere que as empresas constroem conexões políticas, seja mantendo assento para ex-políticos nos Conselhos de Administração ou por meio de doações para campanhas eleitorais no Brasil, visando múltiplos interesses corporativos. Diante da escalada de financiamentos concedidos pelo BNDES nos últimos anos, este artigo tenciona analisar, com base nas empresas listadas na B3 e que compõem o índice IBrX 100, se o interlocking político foi determinante para a obtenção de recursos de forma direta ou indireta junto ao BNDES. Os resultados não evidenciaram uma relação significativa entre a conexão política e os contratos de financiamento firmados pelas companhias junto ao BNDES. Apesar dos resultados apresentarem-se como estatisticamente não significantes, o presente artigo acrescenta aos estudos até então existentes, acerca de conexões políticas e empresariais para o contexto brasileiro, trazendo novas contribuições para este campo da governança corporativa.

PALAVRAS-CHAVE

Governança Corporativa, Board Interlocking, Interlocking Político, BNDES.

ABSTRACT

The literature on corporate governance suggests that companies build political connections, either by holding seats for former politicians on the boards of directors or by donating to electoral campaigns in Brazil, targeting multiple corporate interests. Given the escalation of financing granted by BNDES in recent years, this article intends to analyze, based on the companies listed on the B3 and which compose the IBrX 100 index, whether political interlocking was decisive for obtaining direct or indirect resources from to BNDES. The results did not show a significant relationship between the political connection and the financing agreements signed by the companies with BNDES. Although the results are statistically not significant, the present article adds to the existing studies on political and business connections to the Brazilian context, bringing new contributions to this field of corporate governance.

KEYWORDS

Corporate governance; Board interlocking; Political interlocking; BNDES.

INTRODUÇÃO

Os conselhos interligados, designados como *board interlocking*, referem-se ao fato de um conselheiro ocupar assento em duas ou mais empresas, estabelecendo uma ligação entre elas (Fich e White, 2005). A literatura tem se debruçado sobre o tema da sociologia da rede¹ visando analisar as ligações existentes entre Conselhos de Administração, com foco principal nas redes pessoais dos conselheiros.

Apesar dos conhecidos reflexos positivos do *board interlocking*, seja como mecanismo para trocas de práticas organizacionais (Davis, 1991), formação de alianças (Gulati e Westphal, 1999), busca de legitimidade por parte daquelas empresas que pretendem fazer IPO (Certo, 2003), redu-

ção da dependência dos provedores de recursos (Pfeffer e Salancik, 1978), ou para alcançar melhor performance financeira das empresas (Stuart, Hoang, e Hybels, 1999; Zaheer e Bell, 2005), a atual onda de escândalos financeiros, especialmente após 2008, tem instigado novas preocupações quanto a esta prática e seus efeitos na governança corporativa em âmbito internacional, caso em que se insere o Brasil (Fich e Shivdasani, 2007; Kang, 2008; Cowen e Marcel, 2011).

Pela ótica da Teoria da Dependência de Recursos, de acordo com Ribeiro, Colauto e Clemente (2016), o Conselho de Administração opera como redutor de oscilações no espaço corporativo, fornecendo conexões com outras empresas através de seus conselheiros e, por conseguinte, buscando com esta estratégia, acessar recursos externos. Neste sentido, as empresas devem atentar-se ao meio social em que atuam, uma vez que o

¹ Tais como Mizruchi (1982 e 1992), Useem (1984), Hallock (1997), Larcker et al. (2005), Conyon e Muldoon (2006), Fich e Shivdasani (2007), Chhaochharia e Grinstein (2009), e mais recentemente Stuart e Yim (2010), Connelly e Gangloff (2011), Chiu, Teoh e Tian (2012), Larcker, So e Wang (2013) e Filatotchev, Chahine e Bruton (2016).

acesso a vários recursos se dá pelo ambiente externo, salientando a importância das conexões corporativas (Thompson e McEwen, 1958). Neste caso, existiria orientação à conversão de outras empresas, menor esforço com partilha de propósitos e proteção para interesses comuns (Mendes-Da-Silva, 2010).

Essa teoria baseia-se no conceito de que as empresas, ainda que pareçam independentes, não podem desconsiderar a importância das formas de captação de recursos externos em prol de seu crescimento (Zald, 1969). Assim sendo e conforme Thompson e McEwen (1958), o acesso a recursos externos torna-se mais facilitado quando a firma possui conexões com outras empresas.

Dado que as empresas necessitam de fontes de financiamento para operar e realizar investimentos, o *board interlocking* poderia ser uma forma usada pelas firmas para acessar crédito financiado junto ao BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), conforme Astorino (2015). Todavia, mais que estudar as conexões entre Conselhos de Administração, este artigo terá seu foco analítico em um tipo específico de laço entre empresas privadas e o Estado: o *interlocking* político, assunto de grande interesse na alçada internacional quando o tema é governança corporativa (Fisman, 2001; Bunkanwanicha e Wiwattanakantang, 2009).

Dessa feita, este artigo tem como propósito central responder ao seguinte problema de pesquisa: *empresas com maiores conexões políticas obtêm maiores financiamentos junto ao BNDES?* Espera-se contribuir para a literatura em governança corporativa e apresentar uma análise empírica que permita uma melhor compreensão do tema por parte de investidores, conselheiros, gestores, a sociedade como um todo, e principalmente agências e órgãos reguladores.

FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A fim de ampliar os conhecimentos sobre o objeto de pesquisa e contextualizar os resultados, o presente tópico trata sobre as conexões políticas e o acesso das empresas aos créditos concedidos pelo BNDES.

O Interlocking Político: Um Panorama Geral

Grosso modo, as companhias têm adotado essa estratégia de conexão política em múltiplos países, especialmente para contextos de democracias fragilizadas, economias emergentes e regulamentação frouxa (Frye e Zhuravskaia, 2000; Faccio, 2006; Li et al., 2008), mas algo também presente em economias desenvolvidas e rígidos sistemas legais (Hillman, 2005; Goldman et al., 2009), a fim de obter benefícios diversos, desde melhor acesso a contratos públicos (Goldman et al., 2013) e maior probabilidade de resgate em conjuntura econômica adversa (Blau et al., 2013; Kostovetsky, 2015); até o acesso a empréstimos em condições favoráveis (Dinç, 2005; Charumilind et al., 2006).

No entanto, existem trabalhos que divergem e constataam efeitos negativos derivados do *interlocking* político nas firmas, como, por exemplo, pior *performance* financeira (Chaney et al., 2011; Hadani e Shculer, 2013) e demonstrações financeiras de baixa qualidade informacional (Guedhami et al., 2014). Os resultados dissonantes encontrados na literatura reforçam a importância de investigar esta temática para a realidade brasileira, país onde há estreito relacionamento entre empresas e Estado, detentor das campanhas eleitorais mais caras do mundo e repleto de casos de corrupção em curso (Musacchio e Lazzarini, 2015; The Washington Post, 2017).

Conforme Astorino (2015), no Brasil, as empresas que detêm membros no conse-

lho administrativo com conexão política gozam de incentivos e privilégios restritos a esse grupo com *interlocking* político, presumindo uma relação favorável entre essa ligação de políticos, empresas e obtenção de recursos junto aos órgãos públicos e seus desempenhos. No entanto, em períodos de crise fiscal e recessão econômica, manter laços políticos com as empresas pode ser desfavorável às empresas, ocasionando, por exemplo, um aumento no custo de capital da empresa *ex-ante*, levando a crer que os analistas poderiam precificar o *interlocking* político como algo negativo (Barros, 2017).

Por outro lado, conselheiros que já foram políticos podem garantir recompensas financeiras e fazer uso da própria imagem em busca de benefícios para a sociedade relacionados a si próprio (Bowman, 1913). De acordo com Khwaja e Mian (2005) empresas politicamente interligadas recebem cuidado preferencial considerável. Ainda segundo os autores, essas empresas não apenas recebem financiamento 45% maiores como da mesma forma suas taxas de inadimplência são 50% mais altas nesses subsídios. Além do mais, esse tratamento preferencial é totalmente alimentado por empréstimos de bancos governamentais.

Assim, ex-líderes políticos ganham importância no mercado privado para a ocupação de assentos em conselhos administrativos e para a tomada de decisões nas empresas (Praça, Freitas e Hoepers, 2012). Sob esse enfoque, Bandeira-de-Mello et al. (2012) evidencia que empresas com laços políticos são favorecidas por uma série de vantagens econômicas (diretas e indiretas) e que, posteriormente, influenciam de forma positiva o desempenho atingido por essas empresas (ROA). Nesta perspectiva, as alianças políticas estão associadas a um

desempenho favorável em locais com legislação mais moderada e corporações fracas, casos que existe forte relevância entre contribuições eleitorais e benefícios futuros (Li et al, 2008) tendo auxílios feitos pelas firmas aos partidos e candidatos (Astorino, 2015).

Neste contexto, para avaliar as conexões políticas, serão utilizadas neste trabalho duas *proxies*, seguindo diversos estudos encontrados na literatura: as doações de campanhas eleitorais e a ocupação de cadeiras no conselho por políticos ou ex-políticos (Claessens; Feijen e Laeven, 2008; Camilo; Marcon e Bandeira-De-Mello, 2012; Goldman, Rocholl e So, 2013; Hasan et al., 2014; Chizema et al., 2015; Astorino, 2015; Barros, 2017)

A relevância dos valores em doações no Brasil traz a importância da análise sobre a conexão política e o processo de financiamento eleitoral. Conforme Samuels (2001) há um efeito expressivo nas eleições quando se financia campanhas e este impacto tem correlação com o montante arrecadado, influenciando positivamente na probabilidade de eleição dos candidatos que arrecadaram dinheiro. Por fim, nota-se a importância de analisar o comportamento corporativo associado ao meio político e sua influência em adquirir recursos públicos junto ao BNDES.

O BNDES e o Acesso a Crédito Pelas Empresas no Brasil

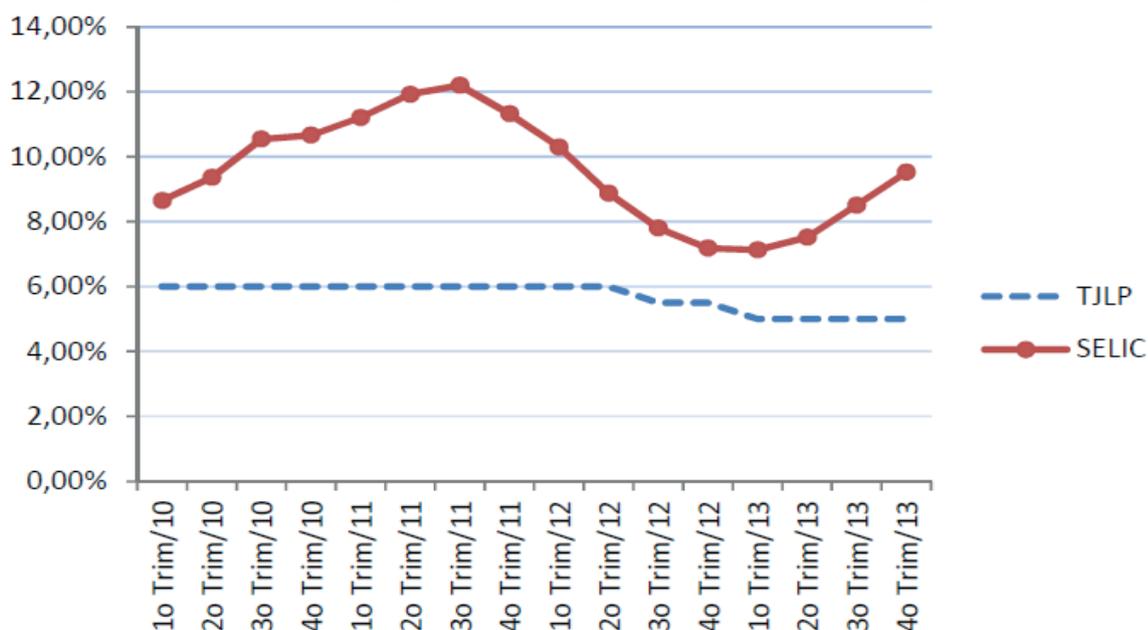
O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social foi fundado em 1952 e atualmente é o principal meio de investimento e financiamento de longo prazo do Governo Federal nos mais diversos setores da economia nacional. Além disso, o banco proporciona apoio à micro, pequenas e médias empresas para implementação de planos de modernização e expansão de novos negócios (BNDES, 2018b).

Neste caso, o cliente pode financiar projetos de forma direta ao banco ou por forma indireta através de instituições financeiras credenciadas, dependendo da finalidade e do valor do financiamento. Pela forma indireta de apoio, a operação pode ser automática: sem a necessidade de passar por análise prévia do BNDES, ou não automática: quando é indispensável a consulta antecipada, que será conduzida ao BNDES pela instituição credenciada, para análise. Enquanto no apoio direto, a operação é feita somente pela forma não automática. Além disso, pode ser feito também uma operação de forma mista que combina as formas direta e indireta não automática em que o BNDES e a instituição financeira credenciada dividem o risco da operação. Todas essas operações estão disponíveis no *website* do BNDES de acordo com a Lei de Acesso à Informação nº 12.527/2011 sobre a divulgação dos dados independentemente de solicitação, exceto aquelas que tenham confidencialidade prevista no texto legal. (BNDES, 2018c).

De acordo com Lazzarini et al. (2011), os bancos de desenvolvimento são um instrumento valioso para esclarecer a falta de sucesso do mercado. Além do mais, ainda segundo o autor, os bancos de desenvolvimento podem suavizar a falta de capital e proporcionar ações empreendedoras para estimular novos negócios ou empreendimentos já existentes. O benefício do financiamento oferecido pelo BNDES se dá por causa de um auxílio financeiro fornecido a taxas menores do que a média ofertada no mercado.

Até o final do ano de 2017, uma das razões para o estímulo à busca desse financiamento é a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). Esta taxa é calculada basicamente pela meta de inflação nos doze meses subsequentes ao primeiro mês de vigência da taxa e um prêmio de risco, definida pelo art. 1º da Lei no 10.183/2001 (BRASIL, 2001), que é aplicada pelo banco nos empréstimos e, em comparação à taxa básica de juros da economia, se sobressai em relação às utilizadas por outras instituições.

GRÁFICO 1 – Comparação da Taxa Selic x Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)



Fonte: Astorino (2015, p. 35).

Neste contexto, analisando o Gráfico I, conclui-se que obter empréstimo pelo BNDES pode significar um privilégio competitivo para as empresas, visto que taxas menores implicam em menos despesas financeiras dessas companhias que escolhem adquirir financiamentos pela TJLP. Desde 1º de janeiro de 2018, a TJLP foi substituída pela Taxa de Longo Prazo (TLP), sendo atualmente o principal custo dos financiamentos do BNDES, compondo a taxa de juros final, a diferença entre o que o BNDES e os bancos repassadores pagam e cobram ao captar e disponibilizar um empréstimo e a taxa de risco de crédito do cliente. Conforme Carvalho (2014), determinados políticos intervêm na concessão de empréstimos pelo BNDES, condicionando a conquista de recursos à concepção de empregos em regiões eleitoreiras. Desse modo, companhias que alcançam recursos do banco tornam-se obrigadas a concretizar sua ampliação em regiões que podem colaborar para reeleição de candidatos que promoveram o alcance do empréstimo.

Em função disso, e analisando as movimentações entre os conselhos de administração e o BNDES, faz-se relevante explorar o *interlocking* político em território nacional. Como o Brasil passa por um período de escândalos de corrupção internacional é essencial o estudo deste tópico que apresenta conexões profundas entre empresas privadas e políticos.

Lazzarini (2011), ressaltou em um estudo mais atual, que algumas empresas brasileiras ainda procuram estreitar seu envolvimento com o governo criando o que o autor determina por uma relação pessoal acertado para conseguir vantagens e privilégios futuros. Por outro lado, Astorino (2015) mostra que a presença de membros no conselho

administrativo que já exerceram cargos importantes no BNDES não resulta obrigatoriamente na obtenção de empréstimos oferecido pelo próprio banco. Posto isto, o papel apresentado pelo *interlocking* político e as funções apontadas pelo BNDES, é nevrálgico responder se deter um conselheiro com *background* político no board de determinada empresa ou doar vultosas quantias em dinheiro para campanhas eleitorais traz benefícios no que tange a captação de recursos a taxas inferiores à média de mercado junto ao BNDES.

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O objetivo deste artigo é analisar os fenômenos descritos pelas conexões nos conselhos administrativos das empresas e empréstimos obtidos no BNDES, por isso, alguns métodos foram empregados para este fim e serão apresentados neste tópico. Em suma, este trabalho utilizar-se-á de métodos estatísticos mediante amostragem, configurando um estudo de natureza quantitativa, posto que este método de análise tem como finalidade apresentar e tratar os dados aplicando conceitos numéricos com o objetivo de qualificar hipóteses (FACHIN, 2006).

Definição das Variáveis, Amostra e Coleta de Dados

Uma das variáveis avaliadas diz respeito à experiência profissional dos conselheiros das empresas selecionadas para amostra. Neste caso, foi necessário analisar os dados de cadastro dos conselhos de administração das empresas que operam na B3 e disponibilizados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Isto posto, conselheiros que ocuparam alguma função política e foram membros do conselho de administra-

ção das empresas avaliadas, foram classificados como politicamente conectados (os currículos foram obtidos na *Infovest*).

Desta forma, foi possível definir uma variável binária que assume o valor 1 quando algum conselheiro da empresa analisada da amostra tem alguma conexão política e, caso contrário, assume o valor 0 para aqueles conselhos administrativos que não possuam membros com *background* político. Esta *dummy* é indicada pelo nome de CONXPOL.

A outra forma de conexão política utilizada neste trabalho refere-se a *proxy* doações de campanha. Sendo assim, uma vez que a empresa efetuou doações em determinado período para partidos ou candidatos a deputado (distrital, estadual e federal), senador, governador ou presidente, a variável binária, definida por DOACAM, representa 0 e, caso a empresa tenha recebido doações em determinado período representa 1.

As *proxies* adotadas para *interlocking* político (doação de campanha eleitoral e conselheiro com *background* político, que abrange conselheiros com experiência política ou atuação em cargo público) seguem a literatura recente em *board interlocking* e conexões políticas (Claessens; Feijen e Laeven, 2008; Camilo, Marcon e Bandeira-De-Mello, 2012; Goldman, Rocholl e So, 2013; Hasan et al. 2014; Chizema et al. 2015).

Neste caso, compreende-se a importância de analisar qual o efeito que estes relacionamentos entre empresas e políticos trazem. Sendo assim, será levado em consideração o montante da doação realizada pela empresa em determinado período (relativizando a doação empresarial pelo tamanho da firma, já que uma empresa grande doar R\$1.000,00 é diferente de uma empresa pequena doar o mesmo valor, logo tal peso será ponderado).

Segundo, ante as informações divulgadas pelo BNDES em seu *website* quanto às empresas que tiveram acesso a recursos financeiros da instituição (BNDES, 2018c), foi construída outra variável binária, designada RECBND, que representa 0 caso a empresa não tenha obtido recurso financeiro do BNDES e 1 para aquelas que estão presentes na lista de operações contratadas entre 2002 e 2015. Esta variável é utilizada para analisar o efeito que um conselheiro politicamente conectado exerce sobre a variação no valor subsidiado pelo BNDES. Sendo assim, também será levado em consideração o montante do valor contratado pela empresa no BNDES em determinado período.

Neste cenário, baseado na literatura analisada, utiliza-se uma variável que representa o valor contratado pela empresa no BNDES em determinado ciclo eleitoral, designada por CONTBND e coletadas a partir do portal de transparência do *website* do próprio órgão do governo. Visto que existem várias métricas para calcular a *performance* da firma, a utilização dos indicadores para o cálculo do desempenho das empresas da amostra *Return on Assets* (ROA) e EBIT (*earnings before interest and taxes*), ambos divididos pelo ativo total de cada empresa da amostra, se respalda com os procedimentos praticados na literatura analisada que aborda o tema das conexões políticas. Além dessas variáveis mencionadas, foi utilizado também as variáveis de Alavancagem retratada por ALAVAN que indica débito total sobre o ativo total e a FLUCX para Fluxo de Caixa Livre sobre Ativos Totais. Todos esses índices foram calculados para o período de 2002 a 2015 e extraídos da base de dados *Bloomberg*.

Segundo Wooldridge (2006), o problema de subespecificação tem como consequên-

cia o viés dos estimadores que se pretende analisar e isto pode ser causado pela omissão de variáveis importantes do modelo de regressão. Dado o contexto analisado, é necessário incluir outras variáveis com base na literatura acerca de conexões políticas e seus efeitos, que auxiliam nos modelos testados o entendimento do desempenho conseguido pelas companhias.

Neste caso, foi utilizado para as variáveis específicas da firma a variável TAM, que é o logaritmo natural do ativo total da empresa para controle do tamanho das firmas da amostra, a variável INTANG que mostra os intangíveis sobre o ativo total e para estoques a variável ESTOQ que demonstra os estoques sobre ativo total. Essas variáveis também foram coletadas por meio da base *Bloomberg*.

A fim de informar não só sobre a descrição operacional das variáveis, mas também a fonte que foi utilizada para levantamento dos dados, foi posta de maneira resumida

no quadro 2 com a construção, fonte e tipos das variáveis principais e de controle empregadas nos modelos econométricos, bem como suas funções.

Método Empregado

A fim de analisar a relação entre algumas empresas que buscam se aproximar do Estado e o efeito que esta aproximação traz na *performance* dessas organizações no que tange os financiamentos concedidos pelo BNDES na forma direta e indireta de 2002 a 2015, foi aplicado um modelo sugerido por Astorino (2015), tendo como substrato a literatura analisada nas seções anteriores no que concerne a existência de uma relação entre empresas que obtiveram recursos financeiros e os conselhos administrativos contendo características de conexão política, justificando a realização do presente trabalho.

Inicialmente, foram coletados os mem-

QUADRO 1 – Definição Operacional das Variáveis

VARIÁVEL	DEFINIÇÃO OPERACIONAL	FONTE
FIRM_CX_POL	Variável <i>dummy</i> (Background): igual a 1 quando a firma <i>i</i> possui conselheiro com experiência política, zero caso contrário.	<i>Infoinvest</i>
LNDACOES	Variável com o logaritmo natural de 1 + total monetário doado para a respectiva campanha.	Tribunal Superior Eleitoral e coletados na As Claras (ONG que compila tais dados)
DOACOESAT	Variável “Doações” que representa a razão Total Doado/Total de Ativos.	Tribunal Superior Eleitoral e coletados na As Claras (ONG que compila tais dados)
RECBND	Variável <i>dummy</i> : igual a 1 quando empresa obteve recursos financeiros do BNDES, zero caso contrário.	BNDES
LNFINAN	Variável com logaritmo natural de 1 + total do financiamento recebido do BNDES	BNDES
ALAVAN	Representa Débito Total/Ativo Total para a firma no ano $t-1$.	<i>Bloomberg</i>
FLUCX	Representa Fluxo de Caixa Livre/Ativos Totais para a firma <i>i</i> no ano $t-1$	<i>Bloomberg</i>
INTANG	Representa Intangíveis/Ativo Total ambos no tempo $t-1$ para a firma <i>i</i>	<i>Bloomberg</i>
ESTOQ	Representa Estoques/Ativo Total ambos no tempo $t-1$ para a firma <i>i</i>	<i>Bloomberg</i>
TOTAL ATIVOS	Representa o Ativo total da firma <i>i</i> no tempo $t-1$	<i>Bloomberg</i>

Fonte: Elaboração Própria, 2021.

bros de conselhos de administração das empresas brasileiras de capital aberto entre 2002-2015 e mapeados os conselheiros com *background* político. Em seguida foram verificados os conselheiros que ocupavam assento em mais de uma empresa (formação de *board interlocking*) e as doações para campanhas eleitorais realizadas pelas firmas.

Em seguida, foram extraídos os dados de financiamento de forma direta e indireta (automática e não-automática) junto ao BNDES, para verificar as relações entre o *interlocking* político e a obtenção de empréstimos com taxas subsidiadas pelas firmas. Posteriormente, aplicou-se métodos econométricos de regressão linear múltipla para verificar a relação entre as variáveis que registram a relação entre governo e firma a fim de avaliar o desempenho destas empresas que compõem a amostra e o acesso a subsídios fornecidos pelo BNDES.

De acordo com Wooldridge (2006), aplica-se a este estudo dados em painel por utilizar informações de várias empresas ao longo de um determinado período. Os dados em painel possuem abordagens diferentes e ambas podem ser utilizadas para o estudo do conjunto construído de *cross section* repetidos no decorrer do tempo que segundo Favero et al. (2009) são estes comportamentos: (i) POLS – *Pooled Ordinary Least Squares*; (ii) Efeitos Fixos e (iii) Efeitos Aleatórios. De acordo com o autor, o modelo POLS admite uma identidade entre o β (coeficiente angular da variável independente) e as demais observações ao longo do tempo, tendo a equação (1) representada por:

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

Gujarati (2005) expõe que o modelo de efeitos fixos considera a variação do intercepto da regressão da amostra e que, apesar disso, se mantém contínuo para cada firma ao longo do tempo. Esta interpretação é dada pela equação (2):

$$Y_{it} = \beta_1 i + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it} \quad (2)$$

A fim de incluir oscilação no intercepto, Gujarati (2005) recomenda colocar *dummies*, para que estas variáveis adicionadas representem o intercepto das firmas observadas. No entanto, Gujarati (2005) mostra que devido à perda de graus de liberdade, o método de efeitos fixos pode não ser o melhor para situações em que há várias unidades de *cross section*. Ainda de acordo com o autor, pode ser utilizado um modelo que trata cada intercepto da equação de regressão como uma variável aleatória, o modelo de efeitos aleatórios, do qual o coeficiente do intercepto mostra o valor esperado. De outro modo, o modelo de efeitos aleatórios admite que o intercepto $\beta_1 i$ na equação (2) é interpretado por $\beta_1 i = \beta_1 + \varepsilon_i$, onde ε_i é uma medida de erro aleatória, tendo a equação que representa, este modelo, apresentada em (3):

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \varepsilon_i + u_{it} \quad (3)$$

Logo, Favero et al. (2009) relata que o teste de Chow (1960) trabalha com a hipótese nula de que os interceptos dos modelos de regressão são idênticos para todas as *cross sections* e possibilita escolher entre POLS e efeitos fixos para definição metodológica, em alternativa o método de escolha entre efeitos fixos e efeitos aleatórios de Hausman (1978) cuja hipótese nula afirma que ambos os estimadores en-

contrados para o parâmetro β são consistentes, mas um desses estimadores é mais eficiente que o outro.

Sem pormenorizar, este artigo testará os modelos de regressão que será apresentado por (4), que experimenta através do teste de hipótese definido na página 11 da seção 2 que trata se as empresas que praticam o *interlocking* político tem maior acesso aos recursos do BNDES.

$$\text{LnFinan}_{ij} = \text{Firm_cx_pol}_{ij} + \text{Lndoacoes}_{ij} + \text{Doacoesat}_{ij} + \text{Totalativos}_{ij} + \text{Estoques}_{ij} + \text{Alavancagem}_{+uit} \quad (4)$$

Onde:

LnFinan – Representa o valor recebido pela empresa via financiamento junto ao BNDES;

Firm_cx_pol – Representa a Variável *dummy* (Background): igual a 1 quando a firma *i* possui conselheiro com experiência política, zero caso contrário;

Lndoacoes – variável com o logaritmo natural de 1 + total monetário doado para a respectiva campanha;

Doaçõesat – Representa a Razão Total Dado/Total de Ativos.;

Total Ativos – Representa o Ativo total da firma *i* no tempo *t-1*;

Estoques – Estoques/Ativo Total ambos no tempo *t-1*, para firma *i*;

Alavan – Representa Dívida Total/Ativo Total para empresa *i* no ano *t-1*.

Modelo de Dados em Painel

Como o objetivo do estudo é verificar as conexões políticas e sua relação com a captação de recursos financeiros junto ao BNDES, no período de 2002 e 2015, Wooldridge (2006) cita características importantes no método de dados em painel quando se quer controlar características não observadas constantes no tempo que

julgamos estar correlacionadas com variáveis explicativas do nosso modelo.

Segundo Cameron e Trivide (2009) existem duas estruturas para o modelo de dados em painel chamados de painéis curtos: referente à existência de um enorme número de observações de seção cruzada e curtas series de tempo, e os painéis longos: curtos números de dados de seção cruzada e uma serie temporal grande. Existem diferentes exemplos para dados em painel na maioria das vezes diferenciados entre modelos de efeitos fixos e efeitos aleatórios sendo que os dois têm origem do modelo de efeitos individuais, apontado da seguinte forma:

$$y_{it} = \alpha_i + x'_{it}\beta_{it} + u_{it}, \quad i=1,\dots,N, \quad t=1,\dots,T. \quad (5)$$

Nos quais y_{it} é a variável dependente, x_{it} os regressores e α_i é o efeito específico individual aleatório e u_{it} é um termo de erro idiossincrático, ou modelo de componente de erro *one-way*, com

$$u_{it} = \mu_i + v_{it} \quad (6)$$

Sendo μ_i apresentado como efeito específico individual não observado e v_{it} como o restante do distúrbio. Neste caso, Kmenta (1986) observa que os fatores não observáveis contidos nos termos de erro são capazes de afetar umas ou todas as seções cruzadas ao mesmo tempo, causando assim correlação entre os erros de duas ou mais equações.

Efeitos Fixos

Segundo Mundlak (1978) e Wallace e Hussain (1969) o estimador de efeitos fixos (EF) compreende a variação em relação à média de cada unidade, uma vez que trata os α_i s como variáveis aleatórias não

observadas correlacionadas com x_{it} e pode ser representado da seguinte maneira:

$$y_{it} = \alpha_i + x_{it}\beta + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Tirando a média para cada i com relação a t , e subtraindo tem-se:

$$\begin{aligned} \bar{y}_i &= \alpha_i + \bar{x}_i\beta + \bar{\varepsilon}_i \\ y_{it} - \bar{y}_i &= \beta(x_{it} - \bar{x}_i) + \varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i \end{aligned} \quad (8)$$

Desta forma, Cameron e Trivide (2009) observam o porquê de o estimador de efeitos fixos medir a variação em relação à média, dado que considera essa diferença. O modelo EF provoca $E(y_{it}|\alpha_i, x_{it}) = \alpha_i + x_{it}\beta$, assumindo $E(\varepsilon_{it}|\alpha_i, x_{it}) = 0$, então $\beta_j = \partial E(y_{it}|\alpha_i, x_{it}) / \partial x_{j,it}$. Quer dizer, o modelo de efeitos fixos pode conquistar uma estimativa consistente para os efeitos marginais do j -ésimo regressor da $E(y_{it}|\alpha_i, x_{it})$, desde que $x_{j,it}$ varie no tempo, mesmo que os regressores sejam endógenos.

Efeitos Aleatórios

Balestra e Nervo (1966) recomendaram o modelo de efeitos aleatórios (EA) em que o estimador assume que os efeitos individuais não observados α_i s são variáveis aleatórias, tendo assim, α_i e ε_{it} independentes e identicamente distribuídos (iid). Assim, avaliando o modelo (1) apontado antes, supõe-se que:

$$\begin{aligned} E[\varepsilon_{it} | X] &= E[\alpha_i | X] = 0; \\ E[\varepsilon_{it}^2 | X] &= \sigma_\varepsilon^2; \\ E[\alpha_i^2 | X] &= \sigma_\alpha^2; \end{aligned} \quad (9)$$

$$\begin{aligned} E[\varepsilon_{it}\alpha_j | X] &= 0 \text{ para todo } i, t \text{ e } j; \\ E[\varepsilon_{it}\varepsilon_{js} | X] &= 0 \text{ se } t \neq s \text{ ou } i \neq j; \\ E[\alpha_i\alpha_j | X] &= 0 \text{ se } i \neq j. \end{aligned} \quad (10)$$

Fazendo $u_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}$ temos o modelo de componentes do erro em que,

$$E[u_{it}^2 | X] = \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\alpha^2$$

$$\begin{aligned} E[u_{it}w_{is} | X] &= \sigma_\alpha^2, \quad t \neq s \\ E[u_{it}u_{js} | X] &= 0, \text{ para todo } t \text{ e } s \text{ se } i \neq j. \end{aligned}$$

Segundo Wooldridge (2006), satisfazendo 3.1 e 3.2, a matriz de covariância dos erros mostra a seguinte forma:

$$\Omega = E(u_i u_i') = \begin{bmatrix} \sigma_\alpha^2 + \sigma_\varepsilon^2 & \sigma_\alpha^2 & \dots & \sigma_\alpha^2 \\ \sigma_\alpha^2 & \sigma_\alpha^2 + \sigma_\varepsilon^2 & \dots & \sigma_\alpha^2 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \sigma_\alpha^2 & \sigma_\alpha^2 & \dots & \sigma_\alpha^2 + \sigma_\varepsilon^2 \end{bmatrix}, \quad (11)$$

e pode ser escrita como $\Omega = \sigma_\varepsilon^2 I_T + \sigma_\alpha^2 j_T j_T'$, desde que $j_T j_T'$ seja uma matriz $T \times T$ de uns. Considerando que i e j são independentes, a matriz (10.3) para o total das T observações, pode ser exposta da seguinte forma (GREENE, 2003):

$$\Omega = \begin{bmatrix} \Sigma & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \Sigma & \dots & 0 \\ & & \ddots & \\ 0 & 0 & \dots & \Sigma \end{bmatrix} = I_n \otimes \Sigma,$$

em que \otimes representa o produto Kronecker.

Por conseguinte, o Pooled é consistente pelo Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), porém é mais eficiente se estimado pelo Método dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG). As características do estimador de MQG, para EA pode ser calculado utilizando o estimador de MQO transformado.

$$y_{it} - \hat{\lambda}\bar{y}_i = (1 - \hat{\lambda})\mu + (x_{it} - \hat{\lambda}\bar{x}_i)\beta + v_{it} \quad (12)$$

Em que, $v_{it} = (1 - \hat{\lambda})\alpha_i + (\varepsilon_{it} - \hat{\lambda}\bar{\varepsilon}_i)$ é assintoticamente iid, e $\hat{\lambda}$ é consistente para:

$$\lambda = 1 - \frac{\sigma_\varepsilon}{\sqrt{\sigma_\varepsilon^2 + T\sigma_\alpha^2}}. \quad (13)$$

Pode-se verificar que quando $\hat{\lambda} = 0$, cor-

responde a um *pooled* de MQO, se $\hat{\lambda} = 1$, corresponde a um estimador *within*, e $\hat{\lambda} \rightarrow 1$ com $T \rightarrow \infty$. Isto é um estimador *two-step* para β . Existem outros modelos que podem ser considerados para estimação dos β s além dos modelos de efeito fixo e efeito aleatório, em relação à consistência, como mostra a Tabela 1 a seguir.

A distinção entre os modelos de EF e EA e o *between* é que este é um estimador que considera apenas variações de corte transversal, ou seja, de painel curto. O estimador começa com o modelo de efeitos específicos, com uma média de todos os anos, de outra maneira, $\bar{y}_i = \bar{\alpha}_i + \bar{x}_i\beta + \bar{\varepsilon}_i$, em que se pode reformular o modelo *between* como:

$$\bar{y}_i = \alpha + \bar{x}_i\beta + (\alpha_i - \alpha + \bar{\varepsilon}_i), i = 1, \dots, N. \quad (14)$$

sendo $\bar{y}_i = T^{-1} \sum_t y_{it}$, $\bar{\varepsilon}_i = T^{-1} \sum_t \varepsilon_{it}$ e $\bar{x}_i = T^{-1} \sum_t x_{it}$. O estimador *between* é um estimador de MQO para regressões para \bar{y}_i com intercepto e \bar{x}_i . Ele usa variações entre os diversos indivíduos e é uma regressão análoga a de corte transversal, com um caso específico em que $T=1$.

Este estimador *between* é consistente se os regressores \bar{x}_i são independentes para o erro composto $(\alpha_i - \alpha + \bar{\varepsilon}_i)$, tendo um caso para os modelos de coeficientes constantes e efeitos aleatórios. Em contraste, Cameron e Trivedi (2009) apregoam que

para o modelo de efeitos fixos e estimador *between* possuem α_i inconsistente em que assume que os x_i são correlacionados com \bar{x}_i . Ao oposto do modelo *between*, a primeira diferença, considera as variáveis defasadas do modelo.

APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Estatística Descritiva

Para testar a hipótese deste artigo foram utilizados os dados do Índice Brasil 100 (IBrX 100) disponível no site da B3 que contém os 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro no dia 07 de dezembro de 2018. Deste total de 100 empresas, foi selecionado uma amostra de 31 que continham os dados disponíveis de acordo com o quadro 2 representado na seção anterior para analisar a hipótese de que as empresas mais conectadas politicamente têm maior acesso aos recursos do BNDES.

Neste caso, pode-se verificar que as estimativas por meio do Incontnmd demonstram uma média e desvio padrão maior que as conexões na firma e as doações a partido. A menor variação é encontrada na inventorie~n com 0,087 de desvio padrão e a tabela evidencia que 40,11% das empresas possuem conexão política (vide Tabela 2).

TABELA 1 – Estimadores e modelos comuns para dados em painel

Estimador do β	Modelo Assumido		
	Pool	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos
<i>Pool</i> MQO	Consistente	Consistente	Inconsistente
<i>Between</i>	Consistente	Consistente	Inconsistente
<i>Within</i> (EF)	Consistente	Consistente	Consistente
Primeira Diferença	Consistente	Consistente	Consistente
Efeitos Aleatórios	Consistente	Consistente	Inconsistente

Fonte: Cameron e Trivedi, 2009.

Em seguida, mantendo as observações, tem-se o resultado da matriz de correlação que enfatiza uma correlação baixa de 9,48% entre os contratos no BNDES e as conexões políticas. Na matriz também é possível verificar uma relação positiva baixa com as doações a partidos e os contratos no BNDES. No caso das doações com as conexões políticas o valor é um pouco maior, 29,62%. Todos os dados são apresentados na Tabela 3.

Análise de Resultados

Com o intuito de verificar com maior profundidade a relação entre os contratos junto ao BNDES e a conexão política presente nas firmas, partimos para a análise do modelo de regressão rodado que considerou a variável LNFINAN como dependente que significa o valor contratado. Os resultados obtidos com os testes de efeitos

fixos e aleatórios são representados nas tabelas 4, 5 e 6.

Na tabela 4, os resultados se referem à montagem do modelo de efeitos aleatórios, na tabela 5 os resultados foram obtidos quando se estima os parâmetros do efeito fixo com erros padrão robusto e, na tabela 6, foi ajustado o modelo de efeitos aleatórios com erros padrão robusto. Em todos esses casos os resultados deram não significativo, exceto para os ativos totais na tabela 4 e 6 que foi significativa a 10% e 5%, respectivamente.

Observa-se que no caso da variável dos ativos totais os valores do coeficiente se mantiveram igual e bem baixo e o erro padrão, ainda que com um valor bem baixo, aumentou no teste com robustez. Ao adicionar erros padrão robusto significa que há uma mudança substancial nos erros padrão associados aos diferentes estimadores. Por-

TABELA 2 – Estatística Descritiva

Variável	Obs	Média	Desv. Padr.	Mín.	Máx.
Lncontbnd	419	1.744.644	2.477.588	1.020.418	2.368.337
Firm_cx_pol	172	.4011628	.4915649	0	1
Lndoacoes	64	1.378.758	2.032.073	8.560.253	1.959.585
Doacoesat	164	.0003326	.0009938	0	.0104885
Ativos~d	1072	2.12e+10	6.60e+10	4.279.356	4.98e+11
Estoques~n	851	.0877521	.0878123	0	.4348131
Alavan	1072	107.137	1.478.362	1.062.834	4.554.306

Fonte: Resultados da pesquisa, 2021.

TABELA 3 – Tabela de Correlação

	Lnfinan	Firm_cx_pol	Lndoacoes	Doacoesat	Ativos~d	Estoques~n	Alavan
Lnfinan	1						
Firm_cx_pol	0.0948	1					
Lndoacoes	0.0606	0.2962	1				
Doacoesat	-0.0737	0.2436	0.6219	1			
Ativos~d	0.3255	0.0055	0.4655	0.3689	1		
Estoques~n	-0.241	-0.0693	-0.0212	0.123	-0.0773	1	
Alavan	0.1762	0.2198	0.2015	0.0282	0.1106	-0.1424	1

Fonte: Resultados da pesquisa, 2021.

TABELA 4 – Resultados das Regressões com Efeitos Aleatórios

Lnfinan	Coefficiente	Erros padrão	Z	P. Valor
firm_cx_pol	0.52	0.825	0.64	0.521
Indoacoes	-0.78	0.295	-0.27	0.790
doacoesat	-214.800	266.661	-0.81	4.21
totalativos	9.37e-11	4.89e-11	1.92	0.055
estoques	-5.160	5.870	-0.88	0.379
alavancagem	0.205	0.395	0.52	0.603
_cons	18.637	3.976	4.69	0.000
N	31			
R ² _within	0.0219			
R ² _between	0.2990			
R ² _overall	0.2109			

Fonte: Resultados da pesquisa, 2021.

TABELA 5 – Resultados das Regressões com Efeitos Fixos e Erros-padrão Robustos

Lnfinan	Coefficiente	Erros-padrão robustos	T	P. Valor
firm_cx_pol	-0.556	1.053	-0.53	0.604
Indoacoes	0.424	0.609	0.70	0.495
doacoesat	-210.993	257.938	-0.82	0.424
otalativos	3.20e-11	1. t31e-10	0.24	0.810
estoques	17.667	19.569	0.9	0.379
alavancagem	-0.373	0.688	-0.54	0.594
_cons	10.557	8.792	1.20	0.245
N	31			
R ² _within	0.185			
R ² _between	0.0931			
R ² _overall	0.021			

Fonte: Resultados da pesquisa, 2021.

TABELA 6 – Resultados das Regressões (Efeitos Aleatórios e Erros-padrão Robustos)

Lnfinan	Coefficiente	Erros-padrão Robustos	Z	P. Valor
firm_cx_pol	0.52	0.827	0.64	0.522
Indoacoes	-0.78	0.286	-0.27	0.784
doacoesat	-214.800	303.001	-0.71	0.478
Totalativos	9.37e-11	4.74e-11	1.98	0.048
estoques	-5.160	6.824	-0.76	0.450
alavancagem	0.205	0.192	1.07	0.284
_cons	18.637	4.116	4.53	0.000
N	31			
R ² _within	0.0219			
R ² _between	0.2990			
R ² _overall	0.2109			

Fonte: Resultados da pesquisa, 2021.

tanto, é basicamente uma correção para Heterocedasticidade para ambos os modelos, seja de efeitos fixos ou efeitos aleatórios.

Ademais, conforme a literatura analisada, as conexões políticas trazem privilégios e vantagens para as empresas facilitando a obtenção de recursos financeiros que é fornecido por bancos públicos de desenvolvimento, como o BNDES no Brasil. Esses financiamentos são concedidos a taxas menores e mais atrativas do que a média do mercado trazendo benefício competitivo às empresas que decidem utilizar deste tipo de subsídio. No presente trabalho, foram realizados testes com a variável binária FIRM_CX_POL que indica, se, no conselho de administração daquela respectiva empresa tinha algum membro com alguma conexão política, a fim de averiguar se tal variável impacta na contratação de empréstimos recebidos pelas empresas ao longo dos anos de 2001 a 2015.

A base de dados disponível no BNDES com os empréstimos realizados neste período, tanto nas formas de contratação direta e não indireta, refere-se a financiamentos das empresas e estas tiveram seus dados incluídos nos modelos para analisar seus efeitos. Essas informações de financiamentos concedidos foram analisadas junto a base de dados que continham informações dos membros do conselho administrativo e dados financeiros e de desempenho das empresas. A informação disponibilizada pelo BNDES abrange o valor do empréstimo concedido, bem como o CNPJ da empresa que solicitou o financiamento, tornando possível selecionar as empresas presentes no IBrX 100 disponível pela B3. Desta forma, algumas empresas que continham informações de empréstimos foram deletadas da base, pois tratavam de empre-

sas cujo CNPJ não se encontrava na relação do índice, como as filiais por exemplo.

Com isso, foi possível analisar estatisticamente as relações entre as variáveis coletadas. A variável de interesse LNFINAN se mostrou com uma baixa correlação com a variável FIRM_CX_POL que indica membros políticos nos conselhos administrativos. A variável de conexão política se mostrou não significativa em 6 testes realizados. Neste caso, recomenda-se rejeitar a hipótese estabelecida na seção 2, mesmo que este trabalho não seja totalmente satisfatório para afirmar com segurança a relação entre estas variáveis.

Até o ano de 2014 era permitido o ato de financiar campanha eleitoral por empresas (ano em que somente foi permitido doações via pessoa física), sendo relevante o estudo do efeito das doações em campanhas políticas feitas pelas empresas no Brasil e incluindo esta variável no modelo. Estas análises demonstram que a variável LNDOACOES não apresentou significância com nenhuma variável de desempenho utilizada. A variável binária RECBND foi utilizada para organizar as empresas que receberam ou não financiamentos e empréstimos no BNDES. Por mais que os resultados indiquem que membros no conselho administrativo conectados politicamente e as contribuições em campanhas não apresentam significância com o desempenho da empresa, é interessante que outros estudos sejam realizados para aprofundar as análises no tema.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em face da importância da governança corporativa na esfera econômica e dos fortes laços entre empresas privadas e o Estado brasileiro, o presente artigo pro-

pôs verificar possíveis consequências entre conselhos administrativos politicamente conectados e o acesso a recursos financeiros concedido pelo BNDES. Dessa feita, estudar as relações entre o setor político e o segmento empresarial, diante da situação econômica e política que se encontra o Brasil na atualidade, tem sua devida importância e contribui para a literatura, evidenciando que as decisões tomadas pelos conselhos das firmas e, principalmente, as que praticam o *board interlocking* podem impactar significativamente tanto de forma positiva ou negativa.

Encontra-se indícios na literatura acerca dos impactos do *board interlocking* no que tange ao desempenho empresarial (medido através do ROA ou Q de Tobin). Porém, a questão do *interlocking* político e seus reflexos nos financiamentos obtidos em bancos governamentais ainda não está cristalizada, tornando-se, portanto, motivação principal desse trabalho. As evidências reunidas por meio dos testes econométricos não possibilitaram análises conclusivas a respeito da hipótese de pesquisa. Estes testes evidenciaram que não existe relação estatisticamente significativa entre a presença de

membros no conselho de administração com conexões política, bem como as doações de campanha eleitoral, e a obtenção de financiamentos junto ao BNDES.

Convém destacar, neste contexto, que a não evidência deste efeito pode ocorrer em função de doações ilegais e não contabilizadas, dado que este artigo utilizou somente as doações de campanhas registradas no TSE, e como observado recentemente em operações de combate à corrupção no Brasil, essas doações via caixa dois ou fruto de corrupção não constavam registradas de forma legal.

Apesar da não significância, faz-se necessário a continuação de pesquisas referente às conexões políticas de empresas com o intuito de verificar a coerência dos resultados exibidos nesse artigo, permitindo compreender, para a esfera brasileira, quais as razões que motivam as empresas que operam no país a indicar membros com influência política para os conselhos de administração e a doarem para campanhas políticas, além de buscar conhecer quais mecanismos ainda não tão claros estão por trás dos empréstimos e financiamentos realizados pelo BNDES para determinado grupo de firmas.

REFERÊNCIAS

- ASTORINO, P. S. **Consequências das conexões políticas para as empresas de capital aberto no Brasil**: desempenho e crédito do BNDES. 2015. 102 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.
- BALESTRA, P.; NERLOVE, M. Pooling cross-section and time-series data in the estimation of a dynamic model: the demand for natural gas. **Econometrica**, v. 34, n. 3, p. 585-612, dez. 1966.
- BANDEIRA-DE-MELLO, R. *et al.* Firm performance effects of nurturing political connections through campaign contributions. **African Journal of Business Management**, v. 6, n. 9, p. 3327-3332, mar. 2012.
- BARROS, T. S. **Ensaio em Board Interlocking**. 2017. 173 f. Tese (Doutorado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2017.
- BENITES, A. STF decreta o fim das doações de empresas para campanhas eleitorais. **Campanha Eleitoral**. **EL PAÍS**, Brasília, 18 set. 2015.
- BLAU, B.M.; BROUGH, T.J.; THOMAS, D.W. Corporate lobbying, political connections, and the bailout of banks. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 8, p. 3007-3017, ago. 2013.
- BNDES- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Formas de Apoio**. 2018a. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/formas-de-apoio>. Acesso em: 23 jul. 2018.
- BNDES- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Quem somos**. 2018b. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/>. Acesso em: 15 out. 2018.
- BNDES- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Acesso à Informação**. 2018c. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/acesso-a-informacao>. Acesso em: 30 nov. 2018.
- BOWMAN, H. M. Interlocking Corporates. **Michigan Law Review**, v. 11, n. 4, p. 265-277, jun. 1913.
- BRANDEIS, L. D. Interlocking Directorates. **The Annals of the American Academy of Political and Social Science**, v. 57, p. 45-49, jan. 1915.
- BRASIL. Lei n. 10.183, de 12 de fevereiro de 2001. Altera dispositivos da Lei no 9.365, de 16 de dezembro de 1996, que institui a Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-PASEP, do Fundo de Amparo ao Trabalhador e do Fundo da Marinha Mercante. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/LI0183.htm. Acesso em: 03 dez. 2018.
- BRASIL. Lei n. 9.504, de 30 de setembro de 1997. Estabelece normas para as eleições. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19504.htm. Acesso em: 15 out. 2018.
- BREY, N. K. *et al.* Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 15, n. 1, p. 98-124, jan./fev. 2014.
- BUNKANWANICHA, P. e WIWATTANAKANTANG, Y. The Big Business Owners in Politics. **Review of Financial Studies**, v. 22 n. 6, p. 2133-2168, 2009.
- CAMERON, A.C; TRIVEDI, P.K. **Microeconometrics using STATA**. Stata Press, 2009, 692 p.
- CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Conexões políticas e desempenho: um estudo das firmas listadas na BM&FBovespa. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 16, n. 6, p. 806-826, dez. 2012.
- CARVALHO, D. The Real Effects of Government Owned Banks: Evidence from an Emerging Market. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 2, p. 577-609, abr. 2014.
- CHIU, P.C.; TEOH, S.H. and TIAN, F. Board Interlocks and Earnings Management Contagion. **The Accounting Review**, Forthcoming, November 15, 2012.
- CONYON, M. and Muldoon, M. The Small World of Corporate Boards. **Journal of Business Finance and Accounting**, 33, 9-10, p. 1321-1343, 2006.
- COWEN, A. e MARCEL, J. Damaged Goods: Board Decisions to Dismiss Reputationally Compromised Directors. **Academy of Management Journal**, 2011.
- CHANEY, P.K.; FACCIO, M. and PAR-SLEY, D. The quality of accounting information in politically connected firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, Issues 1-2, feb., p. 58-76, 2011.
- CHARUMILIND, C.; KALI, R.; WIWATTANAKANTANG, Y. Connected lending: Thailand before the financial crisis. **Journal of Business**, v. 79, n. 1, p. 181-218, jan. 2006.
- CHIZEMA, A. *et al.* Politically connected boards and top executive pay in Chinese listed firms. **Strategic Management Journal**, v. 36, n. 6, p. 890-906, jun. 2015.
- CHHAOCHHARIA, V. e GRINSTEIN, Y. CEO compensation and board

- structure, **Journal of Finance**, 64, 231-261, 2009.
- 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, jun. 2008.
- COATES, J.C. Corporate Politics, Governance, and Value Before and After Citizens United. **Journal of Empirical Legal Studies**, v. 9, n. 4, p. 657-696, jul. 2012.
- CONNELLY, B.L. e GANGLOFF, K.A. Corporate misconduct and the interlocking directorate: Bad companies corrupt good morals. Paper presented at the annual meeting of the **Academy of Management**, San Antonio, TX, 2011.
- COSTA, M.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Influência da conexão política na diversificação dos grupos empresariais brasileiros. **Revista de Administração de Empresas**, v. 53, n. 4, p. 376-387, fev. 2013.
- CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro: CVM 2002. Disponível em: www.cvm.org.br. Acesso em: 21 nov. 2018.
- DAVIS, G.F. Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. **Administrative Science Quarterly**, 36, 583-613, 1991.
- DINÇ, S. Politicians and banks: political influences on government-owned banks in emerging countries. **Journal of Financial Economics** 77, 453-479, 2005.
- FACCIO, M. Politically Connected Firms. **American Economic Review**, v. 96, n. 1, mar. p. 369-386, 2006.
- FACHIN, O. **Fundamentos de metodologia**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.
- FAN, J. P.; WONG, T. J.; ZHANG, T. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. **Journal of financial economics**, v. 84, n. 2, p. 330-357, 2007.
- FAVERO, L. P. L. et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FICH, E. M.; SHIVDASANI, A. Are Busy Boards Effective Monitors? **The Journal of Finance**, v. 61, n. 2, p. 689-724, mar. 2007.
- FICH, E. M.; WHITE, L. J. Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards? **The Journal of Finance**, v. 61, n. 2, p. 689-724, abr. 2005.
- FILATOTCHEV, I., CHAHINE, S. e BRUTON, G. Board Interlocks and Initial Public Offering Performance in the United States and the United Kingdom: An Institutional Perspective. **Journal of Management**, jan. 27, 2016.
- FISMAN, R. Estimating the Value of Political Connections. **The American Economic Review**, v. 91, n. 4, sep., p. 1095-1102, 2001.
- FRYE, T. and ZHURAVSKAIA, E. Rackets, regulation and the rule of law. **Journal of Law, Economics and Organization**, 16, 478-502, 2000.
- GOLDMAN, E., ROCHOLL, J., e SO, J. Do politically connected boards affect firm value? **Review of Financial Studies**, 22, 2331-2360, 2009.
- GOLDMAN, E.; ROCHOLL, J.; SO, J. Politically Connected Boards of Directors and The Allocation of Procurement Contracts. **Review of Finance**, v. 17, n. 5, p. 1617-1648, jan. 2013.
- GREENE, W. **Econometric Analysis**. 3. ed. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 2003.
- GUEDHAMI, O.; PITTMAN, J.A. and SAFFAR, W. Auditor choice in politically connected firms. **Journal of Accounting Research** 52(1), p. 107-62, 2014.
- GUJARATI, D. **Econometria básica**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2005.
- GULATI, R. e WESTPHAL, J.D. Cooperative or Controlling? The Effects of CEO-board Relations and the Content of Interlocks on the Formation of Joint Ventures. **Administrative Science Quarterly**, v. 44, n. 3, p. 473-506, 1999.
- HADANI, M., and SCHULER, D.A. In search of El Dorado: the elusive financial returns on corporate political investments. **Strategic Management Journal**, 34(2), p. 165-181, 2013.
- HALLOCK, K.F. Reciprocally Interlocking Board of Directors and Executive Compensation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v. 32, n. 3, p. 331-344, 1997.
- HASAN, I. et al. Politically connected firms in Poland and their access to bank financing. **BOFIT**, n. 2, jan. 2014.
- HAUSMAN, J. Specification tests in econometrics. **Econometrica**, v. 46, n. 6, p. 1251-1271, 1978.
- HILLMAN, A. J. Politicians on the board of directors: do connections affect the bottom line? **Journal of Management**, 31(3), p. 464-481, 2005.
- IBGC- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa**. 2018. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa>. Acesso em: 21 nov. 2018.
- KANG, E. Director Interlocks and Spillover Effects of Reputational Penalties from Financial Reporting Fraud. **Academy of Management Journal**, 51(3), p. 537-555, 2008.
- KHWAJA, A.; MIAN, A. Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging fi-

- nancial market. **Quarterly Journal of Economics**, v. 120, n. 4, p. 1371-1411, nov., 2005.
- KMENTA, J. **Elements of Econometrics**. 2. ed. Nova York: Macmillan, 1986.
- KOSTOVETSKY, L. Political capital and moral hazard. **Journal of Financial Economics** 116(1), p. 144-59, 2015.
- LAZZARINI, S. G. **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- LAZZARINI, S. G. et al. **What Do Development Banks Do?** Evidence from Brazil, 2002-2009, v. 12, n. 47, dez. 2011.
- LARCKER, D. F.; RICHARDSON, S.A.; SEARY, A. e TUNA, A. I. Back Door Links Between Directors and Executive Compensation. **Social Science Research Network**, February, 2005.
- LARCKER, D.; SO, E., e WANG, C. Boardroom Centrality and Firm Performance. **Journal of Accounting and Economics**, 55, p. 225-250, 2013.
- LI, H. et al. Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. **Journal of Development economics**, v. 87, n. 2, p. 283-299, out. 2008.
- MANCUSO, W. P. Investimento eleitoral no Brasil: balanço da literatura e agenda de pesquisa. **Revista de Sociologia e Política**, Curitiba, v. 23, n. 54, p. 155-183, jun. 2015.
- MENDES-DA-SILVA, W. **Board Interlocking, desempenho financeiro e valor das empresas brasileiras listadas na Bovespa: análise sob a ótica da teoria dos grafos e de redes sociais**. 2010. 254 f. Tese - (Doutorado em Administração) Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- MENOZZI, A.; URTIAGA, M. G.; VANNONI, D. Board composition, political connections, and performance in state-owned enterprises. **Industrial and Corporate Change**, v. 21, n. 3, p. 671-698, jun. 2012.
- MIZRUCHI, M.S. Political Economy and Network Analysis: An Untapped Convergence. **Sociologica, Italian Journal of Sociology**, v. 2, set./out. 2007.
- MIZRUCHI, M.S. The American Corporate Network. Beverly Hills: Sage Publications, 1982.
- MIZRUCHI, M.S. The Structure of Corporate Political Action: Interfirm Relations and their Consequences. Cambridge: Harvard University Press, 1992.
- MUNDLAK, Y. On the pooling of time series and cross-section data, **Econometrica**, v. 46, n. 1, p. 69-85, jan. 1978.
- MUSACCHIO, A. e LAZZARINI, S.G. **Reinventando o capitalismo de Estado: o Leviatã nos negócios: Brasil e outros países**. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra, 1. ed., São Paulo: Portfolio-Penguin, 2015.
- PEARCE, J. L. How we can learn how governments matter to management and organization. **Journal of Management Inquiry**, v. 10, n. 2, p. 103-112, jun. 2001.
- PFEFFER, J. e SALANCIK, G. R. **The external control of organizations: A resource dependence perspective**. New York: Harper & Row, 1978.
- PRAÇA, S.; FREITAS, A.; HOEPERS, B. A rotatividade dos servidores de confiança no governo federal brasileiro, 2010-2011. **Novos estud. - CEBRAP**, São Paulo, n. 94, p. 91-107, nov. 2012.
- RIBEIRO, F.; COLAUTO, R.; CLEMENTE, A. Determinantes da formação de board interlocking no mercado de capitais brasileiro. **Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade**, v. 10, n. 4, out. 2016.
- STUART, T. e YIM, S. Board Interlocks and the Propensity to be Targeted in Private Equity Transactions. **Journal of Financial Economics**, 97, 1974-189, 2010.
- STUART, T.; HOANG, H. e HYBELS, R.C. "Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures." **Administrative Science Quarterly**, 44, p. 315-349, 1999.
- SAMUELS, D. J. Does Money Matter? Credible Commitments and Campaign Finance in New Democracies: Theory and Evidence from Brazil. **Comparative Politics**, v. 34, n. 1, p.23-42, out. 2001.
- SANTOS, R. L.; SILVEIRA, A. M. Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 5, n. 2, p. 125-163, 2007.
- SENA, T. S. et al. A influência da conexão política nos ativos intangíveis. **CONTABILOMETRIA - Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting**, v. 3, n. 1, p. 32-51, jun. 2016.
- SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa no Brasil e no mundo, teoria e prática**, 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.
- SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. 2002. 152 f. Dissertação - (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.
- SMARTSYSTEM. **Governança Corporativa**. 2016. Disponível em: <http://smartsystem.sitefacil.com/index.php?blog&nid=14>. Acesso em: 28 set. 2018.
- THE ECONOMIST. **Brazil's gargantuan corruption scandal goes global**. 2016. Disponível em:

- <https://www.economist.com/the-americas/2016/12/22/brazils-gargantuan-corruption-scandal-goes-global>. Acesso em: 29 set. 2018.
- THE WASHINGTON POST. **Brazilian authorities disbanding team that investigates mass corruption scandal**. 2017. Disponível em: https://www.washingtonpost.com/world/the_americas/brazilian-authorities-disbanding-team-that-investigates-mass-corruption-scandal/2017/07/08/34c5bf2a-63f7-11e7-80a2-8c226031ac3f_story.html?utm_term=.4d9f7ab75d79. Acesso em: 28 set. 2018.
- THOMPSON, J.; MCEWEN, W. Organizational Goals and Environment: Goal Setting as an Interaction Process. **American Sociology Review**, v.23, n. 1, p. 23-31, 1958.
- TSE- TRIBUNAL SUPERIOR ELEITORAL. **Doações de pessoas jurídicas estão proibidas nas Eleições**. 2016. Disponível em: <http://www.tse.jus.br/imprensa/noticias-tse/2016/Agosto/doacoes-de-pessoas-juridicas-estao-proibidas-nas-eleicoes-2016>. Acesso em: 30 nov. 2018.
- WALLACE, T.; HUSSAIN, A. The use of error components models in combining cross-section and time-series data, **Econometrica**, v. 37, n. 1, p. 55-72, 1969.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Pioneira, 2006.
- USEEM, M. The inner circle: **Large corporation and the rise of business political activity** in the US and UK, Oxford University Press, New York, 1984.
- YU, H.Y.; MAIN, B. G. Political Intervention, Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Investigation in Japan and Taiwan. **Accounting and Finance Research**, v.1, n.1, p 134-151, fev. 2012.
- ZALD, M. The Power and Functions of Boards of Directors: A Theoretical Synthesis. **American Journal of Sociology**, v. 75, n. 1, p. 97-111, jul. 1969.
- ZAHEER, A. e BELL, G.G. Benefiting from network position: firm capabilities, structural holes, and performance, **Strategic Management Journal**, 26, p. 809-825, 2005.