FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

FERNANDA DA SILVA RODRIGUES

EFEITO DAS DOAÇÕES DE CAMPANHA SOBRE O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

VITÓRIA

2019

FERNANDA DA SILVA RODRIGUES

EFEITO DAS DOAÇÕES DE CAMPANHA SOBRE O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre Ciências Contábeis– Nível Profissionalizante, na área de concentração Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Talles Vianna Brugni

VITÓRIA

2019

FERNANDA DA SILVA RODRIGUES

EFEITO DAS DOAÇÕES DE CAMPANHA SOBRE O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em: 03 de setembro de 2019.

COMISSÃO EXAMINADORA

_____

Prof. Dr. TALLES VIANNA BRUGNI
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

_____

Prof. Dr. ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

_____

Prof. Dr. SÉRGIO AUGUSTO PEREIRA BASTOS
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

AGRADECIMENTOS

Gratidão! Palavra que traduz um sentimento. Sou grata a Deus por ter me cercado de pessoas maravilhosas durante todo o processo de aprendizagem. Sou grata aos meus professores e orientadores Dr. Danilo Soares Monte-Mor e Dr. Talles Vianna Brugni, pela paciência, mas, principalmente, por não terem desistido de mim.

Agradeço também a toda equipe FUCAPE, especialmente aos professores turma MPCC MT2017/1; Arilda Teixeira, Fabio Y. S. Motoki, Felipe R. Ferreira, Francisco Antônio Bezerra, Sérgio Bastos, Silvania Neris Nossa, que sempre ofereceram o melhor de si a cada aula.

Aos colegas de turma, em especial à Cendy Prado, Jaqueline da S. Marques, ao Rodrigo Martins, e ao Tiago dos S. Alves, pelo companheirismo e amizade. E aos meus amigos Silvio da C. M. Filho, Maria Francisca e Maria Angélica Bittencourt.

Por fim, agradeço especialmente à minha família, em especial ao meu esposo e amigo, Fabiano A. C. Costa, e aos meus filhos Aimê, Yan e Isis. Obrigada por suportarem e compreenderem minha ausência, pois foram muitos os momentos difíceis, contudo, sempre superados com muito amor.

RESUMO

Este estudo investiga empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), observando a relação entre as conexões políticas estabelecidas por meio de doações para financiamento das eleições presidenciais no Brasil, ocorridas no período de 2002, 2006, 2010 e 2014, e possíveis mudanças no retorno, volume de negociação e na volatilidade do preço e do volume das ações das empresas doadoras. Os resultados demonstram que não há relação entre o montante de doações para financiamento de campanha e o retorno das ações das empresas doadoras de modo geral. Contudo, as empresas doadoras tendem a apresentar retornos menores, sendo intensificado nos anos de eleição, quando comparadas às empresas não doadoras. Adicionalmente, há uma relação entre as doações e o aumento no volume de negociação, redução da volatilidade do preço das ações e volatilidade do volume de negociação, indicando que as empresas que realizam doações são percebidas como investimentos de menor risco no mercado, possivelmente em função da conexão política.

Palavras-chave: Conexões políticas. Doações de Campanha. Retorno anormal. Risco. Volatilidade.

ABSTRACT

I investigate the relationship between political connections established through donations to finance the presidential elections in Brazil and possible changes in the return, trading volume and both return and trade volume volatility of the donor firm' shares, listed in Brasil, Bolsa, Balcão (B3). I found that there is no relationship between the amount of donations and the return of donor firms' shares in general. However, donor firms tend to have more intense negative returns in years of election when compared to non-donor firms. In addition, there is relationship between donations and increased trading volume, reduced stock price volatility and trading volume volatility, indicating that donor firms are perceived as lower risk investments in the market, possibly due to of the political connection.

Keywords: Political connections. Political Donations. Abnormal Return. Risk. Volatility.

LISTA DE TABELAS

Tabela 01: ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....35
Tabela 02: RESULTADOS DAS REGRESSÕES.....37

SUMÁRIO

Capítulo 1 ..... **8**
1. INTRODUÇÃO **8**
Capítulo 2 ..... **12**
2. REFERENCIAL TEÓRICO **12**
2.1. DOAÇÕES E SISTEMAS DE FINANCIAMENTO 12
2.2. INCERTEZA POLÍTICA, *LOBBY* E EFEITO DAS DOAÇÕES NO MERCADO FINACEIRO 15
Capítulo 3 ..... **25**
3. METODOLOGIA **25**
Capítulo 4 ..... **34**
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS **34**
4.1ESTATÍSTICA DESCRITIVA 34
4.2 RESULTADOS DAS REGRESSÕES 36
Capítulo 5 ..... **44**
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS **44**
REFERÊNCIAS **47**

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

A incerteza política está associada à dificuldade de se prever o que acontecerá no futuro (Bloom, 2014), sendo observada no período que antecede as eleições e tornando-se mais evidente após a definição dos candidatos presidenciáveis (Pasquariello & Zafeiridou, 2014). Está também associada à qualidade do mercado financeiro, impactando, principalmente, o volume de negociação e liquidez do mercado (Pasquariello & Zafeiridou, 2014).

Ao fazer a análise de eleições nacionais em nível global, Li, Li e Xu (2018) destacaram que a insegurança política tem mais influência em países com menor proteção ao investidor e balanços, com resultados de eleições mais incertos e com governos em favor de empresas de setores mais politicamente sensíveis e em firmas com maior assimetria de informação (Li, Li, & Xu, 2018).

Para tentar amenizar os efeitos da incerteza, as empresas utilizam-se de estratégias que visam estabelecer conexões políticas, embasando-se no cenário internacional (Cao, Fernando, & Tripathy, 2018; Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012; Claessens, Feijen, & Laeven, 2008), onde é instituída a presença do *lobby* corporativo (Smith, 1985; Cao, Fernando, & Tripathy, 2018), com intuito de garantir interesses particularizados e não necessariamente o da coletividade (Hill, Kelly, Lockhart, & Van Ness (2013); Wellman, 2017; Seligman & Mello, 2018).

Por sua vez, Cao, Fernando e Tripathy (2018) articulam que o *lobby* pode ser definido como uma forma de alinhamento político, que consiste em uma das estratégias utilizadas pelas empresas para obter algum benefício, por meio de Atividade Política Corporativa (CPA). Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012) e

Cao, Fernando e Tripathy (2018) argumentam que as CPAs são resultado do desenvolvimento e implementação de estratégias políticas corporativas, com o objetivo de promover táticas para minimizar o impacto de incertezas políticas futuras.

Em um cenário estratégico, as conexões são realizadas de forma planejada pelas empresas para que aumentem sua capacidade de interação com os legisladores, melhorando, assim, a qualidade das informações recebidas e, consequentemente, seu retorno (Wellman, 2017). As conexões políticas também auxiliam as empresas em tempos de crise, pois o mercado entende que as entidades podem utilizar essas conexões como vantagem nesses períodos (Li, Li & Xu, 2018).

Já na visão de Santos e Cunha (2015), é importante destacar que o *lobby* pode gerar efeitos negativos, afinal, os interesses dos apoiadores poderiam se sobressair aos interesses da população, mas também pode gerar efeitos positivos, pois permite maior transparência entre políticos e apoiadores.

O Brasil justifica-se como campo de pesquisa pela dimensão e importância do cenário político Brasileiro, no qual o financiamento de campanhas eleitorais e a ausência da regulamentação do *lobby* proporciona a existência de conexões políticas (Brey, Camilo, Marcon & Bandeira-de-Mello, 2013; Goes, Martins & Vasconcelos, 2016; Cao, Fernando, & Tripathy, 2018; Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012), que podem interferir no mercado de ações (Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012; Lin, Shen & Wang, 2016; Wolfers & Zitzewitz, 2004).

Considerando que no Brasil o *lobby* não é regulamentado, mas as contribuições de campanha sim, esta pesquisa respondeu ao seguinte problema: como as doações de campanha praticadas pelas empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) influenciam o retorno, o volume de negociação e a volatilidade do preço das ações? Nesse sentido, a pesquisa teve por objetivo verificar qual a influência das

doações para financiamento de campanha presidencial no retorno, no volume e na volatilidade do preço das ações das empresas listadas na B3.

No cenário Brasileiro, trabalhos relacionados a incerteza, e/ou conexões políticas e mercado são limitados. Observa-se, no entanto, trabalhos como os de Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012), Bastos e Macedo-Soares (2014), Gama, Bandeira-de-Mello e Spuldaro (2018), Santos e Cunha (2015) e Goes, Martins e Vasconcelos (2016), que se dedicaram ao estudo das estratégias e conexões políticas. Dessa forma, esta pesquisa contribui para o enriquecimento da literatura sobre a temática, analisando o efeito da doação para financiamento de campanha no contexto do mercado acionário brasileiro, demostrando que em períodos de instabilidade política o comportamento das ações tende a ser diferenciado, haja vista sua estrutura de proteção ao investidor, *disclosure* de informações e ambiente econômico.

A fim de viabilizar a análise e alcançar o objetivo, a pesquisa utilizou-se da Teoria da Sinalização (Nascimento, Galdi, & Nossa, 2008; Pietro Neto, Decourt, & Galli, 2011) como fonte para dissociação e para estudo dos grupos de empresas doadoras e empresas não doadoras disponíveis na B3.

A pesquisa engloba as empresas listadas na B3, nos períodos de campanha para eleições gerais entre 2002 e 2014. A amostra dispõe de informações contábeis e financeiras, obtidas na base de dados Economática®, sendo que os detalhamentos de doações para financiamento de campanha foram coletados no *website* do Tribunal Superior Eleitoral (TSE).

Para capturar o efeito da incerteza política no mercado financeiro, considerando-se a base amostral, utilizou-se a metodologia de estudo de eventos com o propósito de evidenciar como o mercado financeiro reage mediante a doação para

financiamento de campanha em período de eleições presidenciais, sendo considerado o ano da eleição como ano do evento.

Os resultados obtidos sugerem que não é possível afirmar que as doações realizadas com a finalidade de financiar as eleições gerais exercem efeitos sobre o retorno das ações das empresas doadoras de forma geral para o período analisado. Ao contrário, no ano de eleição as empresas tendem a apresentar retornos menores em relação às empresas não doadoras. Adicionalmente, a pesquisa evidencia um aumento no volume de negociação e uma redução da volatilidade do preço das ações, sugerindo que as empresas que realizam doações para financiamento de campanhas nas eleições gerais são mais visadas pelos investidores e sinalizam menor risco neste período em relação às empresas não doadoras.

Na seção seguinte à introdução, o trabalho discute o sistema de financiamento de campanha, permitindo uma abordagem enfática das doações durante o período eleitoral, evidenciando seus efeitos no mercado financeiro, no intuito de subsidiar as hipóteses do estudo. A seção 3 apresenta os métodos, e considerações econométricas, empregados para testar as hipóteses levantadas, e a seção 4 analisa e discute os resultados obtidos a partir dos testes das amostras. Por fim, na seção 5, são apresentadas considerações finais e sugestões para pesquisas futuras.

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. DOAÇÕES E SISTEMAS DE FINANCIAMENTO

Vários estudos destacam o efeito das doações para financiamento das campanhas no Brasil (Hill *et al*., 2013; Brey *et al*., 2013; Boas, Hidalgo & Richardson, 2014; Goes, Martins & Vasconcelos, 2016). Esse assunto representa, de forma ideológica, o sustento e a manutenção de uma boa publicidade e maior chance de elegibilidade (Lemos, Marcelino & Pederiva, 2010), além de promover estrategicamente a conexão entre as firmas e o candidato ou partido (Seligman & Mello, 2018; Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012).

Goes, Martins e Vasconcelos (2016) ressaltam que, no Brasil, as empresas que realizam financiamento de campanha efetuam doações para diversos partidos, favorecendo a todos os candidatos, diferentemente de outros países, cujo *lobby* é regulamentado e as empresas apresentam apoio para um único partido (Hill *et al*., 2013). De acordo com Zhu e Chung (2014), as doações realizadas para diversos candidatos ou partidos fortalecem as alianças partidárias e são mais benéficas para as empresas, já que podem obter uma quantidade maior de aliados políticos.

O ambiente brasileiro é justamente o oposto do que se encontra em vários casos no cenário internacional em que, ao apoiar apenas um candidato, a empresa declara sua oposição aos candidatos rivais. Nesse caso, o risco é de não estabelecer as conexões do *lobby* caso o candidato apoiado não seja eleito (Smith, 1985; Boas, Hidalgo & Richardson, 2014; Cao, Fernando & Tripathy 2018).

Diante das divergências apontadas na literatura, é possível que países com possibilidades de alianças partidárias mais flexíveis apresentem efeitos diferentes das conexões sobre o retorno, a volatilidade dos preços e o volume de negociação das ações das empresas. Adicionalmente à essa particularidade, o Brasil testemunha uma série de escândalos de corrupção, que afeta o retorno das empresas, reduzindo a eficiência de mercado e aumento da incerteza (Araújo, Rodrigues, Monte-Mor, & Correia, 2018).

De acordo com Bastos e Macedo-Soares (2014), para o estudo de práticas de estratégias corporativas é necessário o estudo de duas teorias: a teoria da política positiva, formatada por Riker e Ordeshook (1973) e a teoria da ação coletiva, estabelecida por Olson (1965)

A teoria sugerida por Riker e Ordeshook (1973) demonstra a necessidade estratégica de políticos em estabelecer acordos, ou seja, coalizões necessárias para ganhar o pleito. Por sua vez, Olson (1965) evidência em sua teoria da ação coletiva que a atuação coletiva das organizações se justifica quando há interesses comuns entre os grupos.

Desse modo, diante dos reflexos eleitorais e visando resguardar o interesse coletivo, entende-se que é necessário ocorrer um efetivo controle das doações e assim como de qualquer fato que possa influenciar o equilíbrio entre as condições de disputa daqueles que estão participando de campanhas (Santos & Cunha 2015; Goes, Martins, & Vasconcelos, 2016; Cooper, Gulen, & Ovtchinnikov, 2010).

Oliveira e Apolinário (2015) destacam que a Lei nº 4.740 (1965) estabelece as primeiras diretrizes para Fundo de Assistência aos Partidos Políticos, posteriormente à Lei nº 9.096, de 19 de setembro de 1995, que trata dos Partidos Políticos, que define a adoção de modelo misto de financiamento de campanha eleitoral no Brasil.

Esse modelo garante aos candidatos, partidos e coligações, autonomia para gerenciamento dos valores recebidos em doações. Dentro das previsões legais, a referida norma prevê que tanto o poder público como privado poderiam realizar doações para provimento de campanhas eleitorais (Oliveira & Apolinário, 2015).

Os recursos advindos do poder público são destinados a um “Fundo Partidário”, conforme definido no artigo 38 da Lei 9.096 de 1997, sendo que estes recursos são oriundos de dotações orçamentárias da União, multas, penalidades e doações de pessoa física e jurídicas, sendo vedado o recebimento de recursos não identificados (Brasil, 1997).

Por sua vez as doações para financiamento compreendem não somente os recursos advindos da esfera privada, mas também as doações recebidas por partidos, coligações e candidatos, dentro do período estipulado pelo Tribunal Superior Eleitoral a cada pleito conforme Lei nº 9.096 (Brasil, 1997).

Entretanto, relatos de corrupção envolvendo conexões estabelecidas entre empresas, políticos e partidos (Araújo et al., 2018; Seligman & Mello, 2018) incentivaram a criação da Lei nº 13.165 (2015), que estabelece a inconstitucionalidade das contribuições de campanha realizadas por pessoas jurídicas.

Posteriormente, o Fundo Especial de Financiamento de Campanha, através da Lei nº 13.487, de 6 de outubro de 2017 e a Lei nº 13.488, de 6 de outubro de 2017, estabelecem as novas regras para o financiamento coletivo de campanhas eleitorais, permitindo arrecadação de doações advindas de pessoas físicas, partidos e o próprio candidato, vedando a participação de empresas para este tipo de contribuição.

Desse modo, esta pesquisa leva em consideração pleitos anteriores às Leis nº 13.487 e 13.488, de 6 de outubro de 2017, pois tem o intuito de observar se doações a partidos ou a políticos tendem a interferir de forma significante aspectos importantes

do mercado financeiro, tais como o retorno, volume de negociação, além da e volatilidade do volume e do preço de ações no mercado acionário brasileiro. Assim, esse estudo se caracteriza como ponto de partida para futuras investigações da nova legislação para doações para financiamento, uma vez, que as conexões estabelecidas por meio das doações tendem a prosseguir na figura da pessoa física.

2.2. INCERTEZA POLÍTICA, *LOBBY* E EFEITO DAS DOAÇÕES NO MERCADO FINACEIRO

A incerteza política em período eleitoral é cada vez mais relevante no mercado acionário (Goodell, & Vähämaa, 2013). Brown, Harlow e Tinic (1988) desenvolveram e testaram a teoria de que diante de um cenário de incerteza, as informações imprevistas afetam a decisão dos investidores avessos ao risco, de modo a provocar um aumento sistemático do risco e do valor esperado no retorno das ações.

Isso ocorre, pois, na ocasião de informação incerta, é natural que a reação do investidor vise a opção de menor risco, levando o mercado a ter comportamentos mais cautelosos, tal qual o estabelecimento de preços abaixo do que se espera e, consequentemente, dificultando a previsão do retorno esperado sobre os ativos investidos (Brown, Harlow, & Tinic, 1988).

Essa tendência conservadora do investidor para reduzir riscos se reflete de forma diferente, a depender do que se espera das informações incertas, quando: a) consideradas ruins ou desfavoráveis, pois podem causar um efeito repentino, com certo exagero na reação de mercado; b) consideradas boas ou favoráveis, dado que segue um parâmetro que pode aparentar uma reação prolongada (Pastor & Veronesi, 2012; Brown, Harlow & Tinic,1988).

Por sua vez, períodos eleitorais tendem a aumentar o risco sistemático dos ativos e o retorno esperado pelo investidor, sendo que, à medida que essa incerteza

é dissipada ou resolvida, o risco tende a diminuir fazendo com que os preços desses ativos sejam reajustados (Doukas, Kim, & Pantzalis, 2000). Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012) analisaram o comportamento das empresas não financeiras listadas na Bovespa de 1999 a 2010 e não encontraram relação entre o desempenho das empresas, mensurado por meio dos indicadores Q de Tobin e *Book-to-Market.*

Nesse contexto, Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012) ressaltam que as doações realizadas para financiamento de campanha demonstram que as firmas tendem a intensificar estratégias políticas corporativas para estabelecer conexões políticas, sejam por meio de doações para o financiamento das campanhas, ou para reestruturação interna. Por essa razão, as doações têm o intuito de interligar a empresa às políticas governamentais vigentes, a fim de obter benefícios, influenciar políticas públicas ou mesmo a mera preservação da condição atual da firma (Hillman & Hitt, 1999).

Fazendo uma análise sobre as respostas do mercado frente ao período eleitoral, Khan, Aman e Khan (2015) observaram a volatilidade do volume de preços das ações da bolsa de valores de Karachi no Paquistão, durante as eleições nacionais para o período de 1997 a 2013, sugerindo que as notícias relacionadas às eleições nacionais afetaram o mercado financeiro durante o período que antecedeu as eleições e posterior a elas.

Khan, Aman e Khan (2015) e Belo, Gala e Li (2013) destacam que partidos com tendências ideológicas voltadas para economia de mercado podem ser vistos como favorecedores do mercado, pois apoiam a existência de políticas públicas econômicas que favoreçam a economia, estando mais propensos ao *lobby*. Desse modo, seja, impactando positivamente ou negativamente, notam-se evidências de que há conexão entre mercado acionário e política (Doukas, Kim, & Pantzalis, 2000; Bradley, Pantzalis, & Yuan, 2016; Wilson & Damania, 2005).

Outro ponto a destacar, segundo Lederman, Loayza e Soares (2005), é que a relação entre mercado e políticos pode resultar em políticas públicas corrompidas, proporcionando evidências de uma das disfunções das conexões políticas tal como a corrupção, geradas por políticas econômicas enviesadas.

Nesse contexto, Wilson e Damania (2005) examinaram a corrupção nos setores político e administrativo do governo de países europeus e relataram que, em um contexto político competitivo, podem existir altos índices de corrupção, visto que as políticas podem ser objetos de propina, causando assim, custos políticos mais elevados. Uma solução, portanto, seria a convergência de políticas entre partidos rivais, no intuito de amenizar estrategicamente os custos políticos ao se pagar propina ou favorecimentos a partidos rivais (Wilson & Damania, 2005).

A magnitude do impacto do período eleitoral no mercado de ações é diferente, a depender do setor de atuação da empresa (Lin, Shen & Wang, 2016; Colombo, 2013; Bououiyour & Selmi, 2016), do quanto a empresa é dependente das ações e gastos do governo (Belo, Gala, & Li, 2013; Gulen & Ion, 2015; Bououiyour & Selmi, 2016); da irreversibilidade de seus investimentos (Gulen & Ion, 2015); e do tamanho da empresa (Santa-Clara & Valkanov, 2003).

Em muitas democracias, o sentimento público leva a compra e venda de políticas como um fato político básico (Boas, Hidalgo, & Richardson, 2014). Hill *et al*., (2013) caracterizam o termo *lobby* como a tentativa de influenciar políticas legislativas em benefício de interesses especiais. O *lobby* como conhecido surgiu na Inglaterra, por meio de indivíduos que se aglomeravam no *hall* do Parlamento Britânico afim de convencer políticos a tomarem decisões em prol de interesses privados (Seligman & Mello, 2018).

Com o intuito de analisar os efeitos das doações nas empresas doadoras, Cooper, Gulen e Ovtchinnikov, (2010) investigaram as doações realizadas por empresas de capital aberto para campanhas políticas dos EUA no período de 1979 a 2004 e encontraram evidências de que existe uma correlação forte e robusta entre as doações realizadas e os futuros retornos de uma empresa.

Os resultados de Cooper, Gulen e Ovtchinnikov, (2010) evidenciam que, em média, as empresas politicamente conectadas possuem taxas de alavancagem significativamente elevadas em relação às outras empresas não doadoras, demonstrando ainda um maior *Book-to-Market*, um menor fluxo de caixa, uma maior alavancagem e um menor retorno quando comparados com as empresas não doadoras.

Nesse contexto, a mudança no comportamento do mercado pode ser explicada pelas surpresas nas políticas econômicas do partido na presidência. Assim, uma diferença nos retornos ocorreria quando as políticas aprovadas pelos partidos se desviassem sistematicamente do que o mercado antecipa, sendo que tais resultados são mais significantes quando a empresa analisada apresenta doações realizadas para o partido que está no poder (Santa-Clara & Valkanov, 2003).

Assim, é possível observar que o mercado apresenta reação diferente quando a doação é realizada para o partido ou candidato que está no poder, e isso pode ser explicado pela influência que as conexões políticas apresentam em relação às decisões partidárias (Civilize, Wongchoti, & Young 2015). Essas diferenças de retorno perceptíveis, entre as empresas doadoras e não-doadoras, fazem com que as doações políticas não sejam percebidas como uma despesa, mas sim como um investimento (Jayachandran, 2006).

Adicionalmente, Lin, Shen e Wang (2016) destacam ainda que durante o período que antecede as eleições, as ações das empresas que realizaram doações para os partidos que apresentam melhores resultados nas pesquisas apresentam um aumento no volume de negociação e retorno; enquanto as ações das empresas que doaram para os partidos que não apresentam um bom desempenho nas pesquisas apresentam efeito inverso. Tais resultados vão ao encontro dos achados de Jayachandran (2006), indicando que os investidores estão interessados em empresas ligadas à parte vencedora.

Ao verificar se doações em campanhas afetam o retorno das ações antes e depois da eleição presidencial de Taiwan em 2008, Lin, Shen e Wang (2016) evidenciaram que as empresas que se conectam apenas com a parte vencedora exibem retornos anormais positivos, sugerindo ainda que as empresas doadoras para campanhas vencedoras apresentam um aumento nas emissões de ações.

No cenário brasileiro, as empresas adotam práticas semelhantes às empresas internacionais. Entretanto, Goes, Martins e Vasconcelos (2016) destacam que as empresas no Brasil efetuaram doações para diversos partidos políticos, diferente de outros países com *lobby* regulamentado, cujas empresas apresentam apoio para um único candidato. Dessa forma, ainda que o *lobby*, não possua regulamentação no Brasil (Santos & Cunha, 2015), não inibe as empresas brasileiras de estabelecerem estratégias de *lobby*, como em países com *lobby* regulamentado (Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012).

Nesse sentido, alguns autores, como Brey *et al*. (2013), Goes, Martins e Vasconcelos (2016), Seligman e Mello, (2018), Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012), ao estudarem a relação entre o financiamento de campanhas realizado pelas empresas e o meio pelo qual elas esperam ser retribuídas, tratam o *lobby* com o termo “conexões políticas”.

No Brasil, um fato a se destacar é que até a aplicação da ADI nº 4.650, em 2015, e da Lei nº 13.165 (2015), parte significativa dos recursos para financiamento de campanha eram providos por instituições privadas (Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012). Nesse contexto, estabelecer conexões políticas por meio de doações para financiamento de campanha é a mesma utilizada na prática do *lobby* corporativo. Entretanto, é importante frisar, que as doações para financiamento de campanha são apenas uma das possíveis estratégias de *lobby* (Claessens, Feijen, & Laeven, 2008; Brey *et al*., 2013; Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012; Goes, Martins & Vasconcelos, 2016; Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012). Tais estratégias, podem ser definidas segundo Bastos e Macedo-Soares (2014) como sendo ações que as empresas planejam e executam com o propósito de maximizar os retornos ou minimizar possíveis perdas derivadas do ambiente regulatório do mercado.

A relação entre doações corporativas e resultados políticos no Brasil parece ser replicada em grande parte dos países em desenvolvimento, onde empresas são incentivadas a realizarem doações para partidos políticos na espera de recompensas políticas e, consequentemente, econômico-financeiras (Boas, Hidalgo, & Richardson, 2014). Prova disso é que foi observado que uma das consequências do efeito das doações de campanha é o acesso facilitado a contratos públicos (Boas, Hidalgo, & Richardson, 2014).

Claessens, Feijen e Laeven (2008) observaram as empresas que realizaram financiamento de campanha para deputado federal no Brasil nos anos de 1988 a 2002, utilizando uma estrutura de eixos firmes para minimizar os riscos de distorção das características das empresas não observadas. Os autores constataram que as empresas que realizaram doações aumentaram substancialmente sua alavancagem financeira por meio de acessos a financiamentos bancário (Claessens, Feijen & Laeven, 2008).

No Brasil, Silva, Xavier, Gambirage e Camilo (2018) observaram o comportamento das empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 1998 a 2015, e constataram que não há evidências das doações para campanhas influenciaram no desempenho das empresas e no custo de capital. Entretanto, seus resultados apontam para uma correlação entre as *proxys* de desempenho das empresas doadoras (ROE, ROA e Alavancagem) e as doações para financiamento de campanha (Silva *et al*., 2018).

Diante da literatura evidenciada, observa-se uma vasta associação entre interesses políticos e empresariais, que são tratados por meio de estratégias de *lobby* (Santa-Clara & Valkanov 2003; Lin, Shen & Wang, 2016; Civilize, Wongchoti & Young, 2015; Cooper, Gulen & Ovtchinnikov, 2010; Jayachandran, 2006; Brey *et al*., 2013; Goes, Martins & Vasconcelos, 2016; Seligman & Mello, 2018; Camilo; Marcon & Bandeira-de-Mello, 2012; Santos & Cunha, 2015).

Contudo, considerando que no Brasil as empresas tendem a realizar doações de campanha para diversos partidos, entende-se que o efeito de estratificação da amostra por partidos vencedores/perdedores não é possível de ser realizado, consistindo em uma limitação natural da amostra deste trabalho, considerando o ambiente político e de *lobby* brasileiro. Nesse sentido, a primeira hipótese a ser levantada no estudo é:

H1 - As empresas que realizam doações para financiamento de campanhas nas eleições gerais tendem a apresentar maior retorno das ações comparado ao retorno das empresas não doadoras.

Há evidências de que as conexões políticas realizadas entre as empresas participantes do mercado e os partidos políticos impactam no desempenho do mercado financeiro (Cooper, Gulen & Ovtchinnikov, 2010; Jayachandran, 2006; Lin,

Shen, & Wang, 2016; Pastor & Veronesi, 2012; Santa-Clara & Valkanov, 2003; Wisniewski & Moro, 2014), sendo as doações uma das estratégias políticas corporativas adotada para estabelecer a conexão entre firma e político.

Diante desse contexto, e considerando o sentimento de incerteza política que envolve o período eleitoral, assim como o período de adaptação ao novo governo, (Pastor & Veronesi, 2012), as empresas que realizam doações para financiamento aumentaram substancialmente seu desempenho (Cao, Fernando, & Tripathy, 2018), causando efeitos distintos no volume de negociação das ações, sendo observado a deterioração do volume negociado nos anos que antecedem as eleições, dado a incerteza política mais elevada, entretanto, pode causar melhora nos anos posteriores (Pastor & Veronesi, 2012).

Para o mercado acionário o período eleitoral e o período de transição de governo, principalmente as transições envolvendo o governo federal, podem causar reações no volume e nos preços das ações (Silva, Silva Barbosa, & Ribeiro, 2017). Caselani e Eid Júnior (2008), argumentam que em períodos de transição o volume de negócios pode inspirar uma reação adversa nos preços, nesse caso volumes mais baixos de negociação podem tornar as transações mais arriscadas, assim como, volumes mais elevados tornam as transações mais seguras (Araújo & Montini, 2018). Nesse sentido, a segunda hipótese a ser levantada no estudo é:

H2 - As empresas que realizam doações para financiamento de campanhas nas eleições gerais tendem a apresentar maior volume de negociação de ações comparado ao volume das empresas não doadoras.

Diante do cenário das eleições presidenciais nos EUA, Goodell e Vähämaa (2013) observaram o efeito do período eleitoral no mercado sobre os preços das ações, os lucros e a volatilidade do mercado acionário, enfatizando que a incerteza

das eleições presidenciais possui relação direta com a insegurança quanto às políticas macroeconômicas a serem adotadas pelo país.

Karpoff (1987) justifica que a volatilidade nos preços das ações é a relação entre volume e preço da ação, que tende a ser mais relevante em mercados com fluxos mais voláteis. Por sua vez, Klößner e Sekkel (2014) ressaltam que o crescimento da insegurança política em países do Reino Unido e Estados Unidos, no período de janeiro de 1997 a setembro de 2013, demonstra 35% da volatilidade de mercado, o que pode ser justificada por crises político-econômicas, originárias de outras nações.

Nesse contexto, Krol (2014), relata que em períodos eleitorais há insegurança política e econômica internacional afetam a volatilidade do mercado de países economicamente desenvolvidos e industrializados, demonstrando um efeito ainda maior em países que apresentam um cenário econômico menos desenvolvido. Contudo, para países com situação econômica emergente, o impacto na volatilidade do volume e dos preços das ações no mercado é causado apenas por incertezas das políticas internas.

Lin, Shen e Wang (2016) argumentam ser importante analisar a influência das eleições presidenciais no mercado acionário, destacando principalmente as empresas que estabelecem alguma conexão política com os partidos e quando as ideias dos partidos seguem ao encontro dos anseios do mercado financeiro. Cooper, Gulen e Ovtchinnikov (2010) destacam ainda que, a depender do grau de corrupção do país, a resposta do mercado diante de anúncios de mudanças no grau de conexão política é mais significante.

Nesse sentido, Pastor e Veronesi (2012), destacam que as estratégias políticas corporativas visam amenizar o impacto das mudanças na política e no governo,

encontrando evidências de que na incerteza do período eleitoral influencia na volatilidade e correlações dos retornos das ações, demonstrando que há relação entre a escolha de políticas governamentais e a volatilidade do volume e dos preços das ações.

Os autores evidenciam ainda que a incerteza política define um prêmio de risco maior em condições econômicas menos estáveis, sendo evidenciado em dois grupos distintos de pesquisa: I) aqueles que utilizam estudo de eventos para demonstrar os efeitos do progresso da incerteza política e sua conexão com o mercado acionário; e II) aqueles que utilizam índices mensais para realizar a correlação entre a incerteza política e o mercado acionário (Pastor & Veronesi, 2012).

Desse modo, as firmas que fazem doação para financiamento de campanha e que estabelecem conexões políticas podem ser vistas como investimentos mais seguros e, consequentemente, são mais interessantes para os investidores em períodos de campanha, reduzindo, portanto, a volatilidade nos retornos e no volume de negociação. Nesse sentido, a terceira hipótese a ser levantada no estudo é:

H3 - As empresas que realizam doações para financiamento de campanhas nas eleições gerais tendem a ter menor volatilidade no preço das ações e no volume de negociação comparados às empresas não doadoras.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA

O presente estudo possui características positivistas, pois tem o intuito de explicar um fenômeno partindo da identificação e observação da relação entre os objetos observados (Cunha, Rausch, & Cunha, 2010).

A abordagem metodológica é de caráter empírico-analítica, visto que a pesquisa busca explicação para a relação entre doações, retorno, volume e volatilidade do preço das ações e do volume de negociação, por meio da variável de interação entre doação e eleição.

Por seu objetivo, a pesquisa está classificada como pesquisa explicativa. A pesquisa explicativa tem por finalidade aprofundar o conhecimento da realidade e explicar o porquê dos fatos, integrando estudos mais elaborados, devido a necessidade de explicar a ocorrência de determinado fenômeno (Raupp & Beuren, 2006).

Por sua vez, a pesquisa utiliza procedimentos técnicos classificados como bibliográficos, uma vez que coleta informações elaborado e discutidas por outros autores, como artigos científicos, livros e legislações, assim como a análise empírica e sistemática de dados por meio de variáveis dependentes, independentes e de controles.

O conjunto de dados utilizados na elaboração da base amostral dispõe de informações contábeis e financeiras, obtidas na Base de Dados do *software* Economática®. Já os detalhamentos de doações para financiamento de campanha foram coletados no sítio do Tribunal Superior Eleitoral (TSE). As informações sobre o crescimento interno brasileiro por habitante, PIB a preços constantes fora coletado do

site do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Sistema de Contas Nacionais Referência 2010 (IBGE/SCN– PIB Real -Trimestral de 1997 T1 até 2018 T2).

A população inicial coletada para estudo atinge o conjunto das empresas listadas na B3, com o status ativo e cancelado, de 2002 a 2015, no intuito de observar os efeitos das doações nos pleitos de 2002, 2006, 2010 e 2014. A amostra se restringe às empresas listadas na B3, por possuírem informações contábeis e financeiras que são disponíveis ao público e fiscalizadas por entidades competentes, além de obedecerem a controles rigorosos. Os períodos eleitorais da amostra se limitam a 2014, devido à publicação da ADI nº 4.650, que modifica a estrutura de doações para a realização de campanhas eleitorais no Brasil.

Importante ressaltar que no Brasil as eleições gerais ocorrem a cada 4 anos, sempre em anos pares, e nela os votantes podem, além de votar para Presidente da República, votar para Governador, Senador, Deputado Federal, Deputado Estadual e Distrital, conforme determinação da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Dessa forma, o período amostral contempla, portanto, contempla quatro eleições presidenciais.

Da amostra inicial extinguiu-se observações que apresentaram *missing values*, resultando em 2.152 observações. Adicionalmente, no sentido de reduzir a influência *outliers* no fenômeno observado, realizou-se o processo de winsorização a 2,5% em cada cauda. Partindo do estudo longitudinal, foi utilizado um modelo de regressão de dados em painel com efeito fixo de ano, com controle de setor, no intuito de controlar o efeito do tempo nas variáveis, permitindo observar a influência de uma variável sobre a outra, considerando as alterações ocorridas em cada observação durante todo o período analisado.

O modelo econométrico visa capturar o impacto das conexões políticas no mercado financeiro, estabelecidas por meio de doações para financiamento de campanhas. Para tanto, embasa-se em estudos sobre o tema, tais como: Silva et al. (2016); Claessens, Feijen e Laeven (2008); Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012); e Silva, Xavier, Gambirage e Camilo (2018). Sua formalização é apresentada na equação 1 seguinte:

$$Y_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Doação}_{it} + \beta_2 \text{Doação}_{it} * \text{D}_{\text{ano}} Eleição_{it} + \Sigma \text{Controles}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

- Y representa as variáveis dependentes ou explicadas, ora assumindo-se como Retorno, Volume ou Volatilidade, a depender da hipótese a ser testada, a empresa i no ano t;
- Doação_{it} é testada sob duas perspectivas diferentes, sendo a primeira uma variável quantitativa considerando como *proxy* o logaritmo natural do montante da doação, posteriormente, como uma variável *dummy* que assume valor 1, caso a empresa tenha realizado doação, e 0 caso contrário;
- $\text{Doação}_{it} * \text{D}_{\text{ano}} Eleição_{it}$, que representa a interação entre doações e ano de eleição;
- $\Sigma \text{Controles}_{it}$, representa a soma das variáveis de controle elencadas no Quadro 1 apresentado a seguir;
- ε_{it}, que representa o erro do modelo.

De acordo com o modelo, o coeficiente β_2 permite capturar o efeito das operações das empresas doadoras no retorno, no volume de negociação e na volatilidade dos preços das ações e do volume de negociação no mercado, assumindo que as doações para financiamento de campanha permitem à empresa doadora um comportamento diferenciado em relação ao mercado.

Desse modo, o modelo representado na equação 1 permite observar o comportamento das empresas listadas na B3 diante do fenômeno “Doação”, observando reações diferenciadas no retorno, volume volatilidade do preço das ações e do volume de negociação.

Para viabilizar a verificação da Hipótese 1, de que as empresas que realizam doações para financiamento de campanhas nas eleições gerais têm maior retorno, o Retorno assume o papel de variável dependente (Y). O Retorno pode ser conceituado como a variação no valor da ação obtida em um dado período (Brown, Harlow & Tinic, 1988). Para o alcance do objetivo proposto, a pesquisa inspira-se na proposta de Cooper, Gulen e Ovtchinnikov, (2010), que construíram diversas variáveis para capturar os efeitos das contribuições em nível de empresa para campanhas políticas dos EUA de 1979 a 2004, com intuito de avaliar o retorno das ações.

O Retorno foi calculado pela seguinte fórmula:

$$R_{i.t} = \frac{P_{i.t} - P_{i.t-1}}{P_{i.t-1}} \qquad (2)$$

Em que, R_{it} representa a taxa de retorno da ação da empresa i no período [t,t-1]; $P_{i.t}$ Preço da ação da empresa i na data t; $P_{i.t-1}$ Preço da ação da empresa i na data t-1.

Para viabilizar a verificação da Hipótese 2, de que as empresas que realizam doações para financiamento de campanhas nas eleições gerais, tendem a ter maior volume das ações comparado ao volume das empresas não doadoras. Foi observado o volume financeiro das empresas listadas na B3, para tanto o Volume V_Ano assume o papel de variável dependente (Y). Para o alcance do objetivo proposto, e por trabalhar com janelas de eventos, o conceito de volume segue Beaver (1968). Adicionalmente a isso, foi utilizada a proposta de Magalhães Filho (2018) e Wisniewski

e Moro (2014), que utilizam a metodologia de estudo de eventos para avaliar o volume acumulado das ações.

Assim, os dados sobre volume podem ser evidenciados pela seguinte fórmula:

$$V_{M_{it}} = QAçoes_{\ it}\ x\ Vuni.das\ Ações_{it} \qquad (3)$$

Em que: V_M refere-se ao volume mensal de negociação de ações por empresa. $QAçoes_{i,t}$, corresponde à quantidade de ações da empresa *i*, negociados na data t, e $Vuni.das\ Ações_{i,t}$, corresponde ao valor unitário das ações da empresa *i, na* data t. Na sequência, obteve-se a variável Y (Volume), sendo este, o logaritmo natural do somatório mensal de V_M. Optou-se por utilizar logaritmo natural, pois, conforme Fávero e Belfiore (2016), o uso do Ln (logaritmo natural) de variáveis dependentes ou independentes pode permitir uma melhor identificação da relação, desse modo a variável volume é expressa pela equação 4:

$$V_{it} = ln(\Sigma\ V_{M_{it}}) \qquad (4)$$

Em que: V representa o logaritmo natural do volume anual da empresa *i* no tempo *t*; ln é o logaritmo natural e Σ V_Mé a soma do volume financeiro mensal da empresa *i* na data *t*.

Para viabilizar a verificação da Hipótese 3, de que as empresas que realizam doações para financiamento de campanhas nas eleições gerais possuem menor volatilidade, a volatilidade do volume e a volatilidade dos preços assumem o papel de variável dependente ou explicada. A volatilidade pode ser conceituada como uma forma de mensuração de risco. Liu (2015) e Lee e Fa (2014) demonstram que a incerteza de mercado é um determinante para a reação dos investidores, influenciando a volatilidade, o volume e preço das ações.

Para fins de mensuração da volatilidade, considerou-se o Coeficiente de Variação do Retorno e do Volume de Negociação das Empresas, conforme demonstrado abaixo:

$$CVret = dp_r / m_r \quad (5)$$

$$CVvol = dp_v / m_v \quad (6)$$

Em que: $CVret$ corresponde ao coeficiente de variação do retorno; dp_r refere-se ao desvio padrão do retorno, m_r média do retorno; e $CVvol$ corresponde ao coeficiente de variação do Volume, dp_r refere-se ao desvio padrão do Volume, m_r média do Volume.

Para aferir eventual influência das “doações” no retorno, no volume, na volatilidade dos preços e no volume de ações, o fenômeno “doação” é observado sobre duas perspectivas diferentes, sendo a primeira, uma variável quantitativa considerando como *proxy* o montante da doação, assumindo que a soma dos valores doados pode influenciar o mercado e, posteriormente, como uma variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa tenha realizado doação e 0 caso contrário, na qual avalia se as possíveis conexões políticas estabelecidas influenciam as empresas doadoras independente do volume financeiro.

Na sequência, a variável de interação – $\text{Doação}_{it} * \text{D}_{\text{ano}} Eleição_{it}$ – que representa a interação entre doações e ano de eleição, assume-se como variável independente, qualitativa e dicotômica (“1” para empresas que realizaram doação em ano de eleição e “0” no caso contrário), que produz a interação entre as doações realizadas em ano de eleições gerais (2002, 2006, 2010 e 2014), com o intuito de evidenciar se há interação entre doações ocorridas em ano de eleição e as mutações no retorno, volume e volatilidade dos preços e no volume de ações.

No sentido de promover maior robustez aos testes realizados, o modelo será submetido a controle de ano e setor, visando controlar o efeito do tempo no modelo, bem como o efeito dos diferentes setores acerca do fenômeno estudado. Para atribuição das variáveis de controle, utilizou-se indicadores pautados nas informações contábeis relevantes para o mercado acionário, observando a literatura de *lobby*, conexões políticas e mercado, no intuito de evidenciar a forma de mensuração das variáveis de controle, bem como, observar seus efeitos diante da variável dependente.

De acordo com Silva, Xavier, Gambirage e Camilo (2018), a variável *Book-to-Market* (BtM), indica valorização de mercado em relação ao valor contábil da empresa, permitindo avaliar as perspectivas de crescimento da empresa. Este é um indicador importante de controle, na medida em que se espera que empresas com BtM maior tenham maior potencial de crescimento e, consequentemente, apresentem comportamentos diferentes de seus pares em termos de retorno, volatilidade e volume.

Claessens, Feijen e Laeven (2008) utilizam as variáveis Tamanho, expressa por meio do ln do Ativo total da empresa (TAM), observando se o porte da empresa pode ter maior influência no retorno das empresas. Por sua vez, a variável ROA evidencia a relação entre o retorno e os ativos de uma empresa, podendo ser mensurada por meio da divisão do passivo não circulante pelo Ativo Total, (Cao, Fernando, & Tripathy, 2018). Estas são variáveis de controle tradicionais quando o assunto se refere às influências de determinados fenômenos no retorno e em outras variáveis de desempenho de mercado.

Na sequência, Civilize, Wongchoti e Young (2015) afirmam que, as distribuições de dividendos podem evidenciar relação entre conexão política e retornos das ações, evidenciando a alteração nos rendimentos de dividendos, sendo essa variável obtida por meio da divisão dos dividendos pagos pelo total do ativo.

De acordo com Cooper, Gulen e Ovtchinnikov, (2010) e Aabo, Pantzalis e Park (2016) o endividamento a curto e a longo prazo evidencia o grau de comprometimento dos ativos da empresa, e pode ser indicado pelo total do Passivo Circulante e não Circulante da empresa. Como existe vasta literatura apontando que tal *proxy* pode influenciar no desempenho de mercado das empresas, foi utilizada na pesquisa em tela.

Por fim, assim como Silva, Xavier, Gambirage e Camilo (2018) e Brey et al. (2013) utilizam a Variável Produto Interno Bruto (PIB) como um indicador que afeta todas as empresas, uma vez que expressa o valor dos bens e dos serviços produzidos, a pesquisa utiliza o valor do PIB, pois o crescimento da renda agregada afeta a economia e, consequentemente, poderá refletir no mercado tanto em termos de variação de preço, quanto em termos de volume de negociação.

VARIÁVEL	DEFINIÇÃO	JUSTIFICATIVA	PROXYS
Tamanho	Porte da Empresa foi representado pelo logaritmo natural do ativo.	Informa alterações no tamanho das empresas em virtude da influência das conexões oriundas das doações.(Claessens, Feijen & Laeven, 2008)	$\mathrm{TAM} = \ln Ativo\ Total$
Dívidas CP	Endividamento de Curto Prazo	Informa a influência do endividamento da empresa no mercado Cooper, Gulen e Ovtchinnikov, (2010) e Aabo, Pantzalis e Park (2016)	*DV cp= passivo circulante*
Dívidas LP	Endividamento de Longo Prazo		*DV lp= passivo não circulante*
PIB a preços constantes, retirados do IBGE/SCN	Valor dos bens e serviços produzidos a preços constantes.	Informa o valor dos custos das conexões políticas com o PIB encontrando uma desalocação de capital de pelo menos 0,2% do PIB ano Brey et al. (2013).	$PIB\ Real = \frac{PIB\ Nominal}{Indices\ de\ preços}$
Book-to-Market (BtM)	Razão entre valor de mercado de uma empresa e seu valor patrimonial.	Informa a expectativa de lucros futuros dos investidores. (Cao, Fernando e Tripathy 2018; Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012)	$BtM = \frac{Patrimonio\ Líquido}{Valor\ de\ Mercado}$
Retorno sobre o Ativo (ROA)	Rentabilidade sobre o ativo.	Informa o retorno e dos ativos da empresa, devido as conexões políticas (Cao, Fernando, & Tripathy, 2018)	$ROA = \frac{Passivo\ não\ circulante}{Ativo\ Total}$
Dividendos	Distribuição de parte do Lucro para acionistas	Informa as alterações nos rendimentos de dividendos devido conexão política (Civilize, Wongchoti & Young 2015)	$Dividendos = \frac{Dividendo\ \mathrm{pg\ a\ CP}}{\mathrm{Total\ do\ Ativo}}$

Fonte: Adaptado de Claessens, Feijen e Laeven, 2008; Cooper, Gulen e Ovtchinnikov, (2010); Aabo, Pantzalis e Park (2016); Brey *et al*., 2013; Cao, Fernando e Tripathy 2018; Camilo, Marcon, e Bandeira-de-Mello, 2012; Civilize, Wongchoti e Young 2015).

Nota: Os dados contábeis foram retirados da economia seguem a classificação setorial da Economatica®, o índice de crescimento do PIB a preços correntes disponibilizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Quadro 1: Variáveis de Controle

Capítulo 4

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Os resultados são compostos de estatística descritiva das variáveis, e regressões lineares de dados em painel com efeito fixo de ano a fim de evidenciar a influência da doação de campanhas utilizadas para fins de eleições gerais no período de 2002 a 2014, sobre o Retorno, Volume e a Volatilidade das empresas doadoras listadas na B3.

Desse modo, a Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis, visando auxiliar na compreensão do comportamento dos dados a serem testados na sequência pelo modelo de regressão com dados em painel. Nela, observa-se que, em média, as empresas que realizam doações apresentam um retorno médio de 0.13, demonstrando uma variação mínima negativa de -0.46 e máxima positiva de 0.96; do mesmo modo, analisando a variável Volume Ano, observa-se em média o comportamento volume financeiro das empresas foi de 11.31, e oscilando entre uma variação mínima positiva de 1.06 a máxima positiva de 16.64.

A volatilidade do retorno possui média de 0.89, inferior a mediana de 1.51. Considerando que Q1 tem valor de -2.69, uma parte da amostra que se encontra no primeiro quartil possui indicadores acentuadamente negativos no período base. Já em relação ao desvio-padrão, é possível observar uma distribuição com alto índice de dispersão. A volatilidade do preço de negociação possui média de 0.91, superior à mediana de 0.78, aproximando-se mais do terceiro quartil, apresentando um desvio padrão da amostra 0.60.

As variáveis Dívida CP e LP, que indicam um endividamento médio das empresas de 0.49 e 0.40, respectivamente, apresentaram variação mínima de 0.00 e máxima de 10.82 e 6.09, respectivamente. A variável ROA, que representa rentabilidade sobre os ativos da empresa, demonstra uma média de rentabilidade de 0.00, variando entre o valor negativo de -1.67 a máxima positiva de 0,16. A variável Dividendos, que indica a distribuição dos dividendos sobre o lucro, apresenta média de 0.01, com variação mínima de 0.00 a máxima de 0,07. *Book-to-Market*, que representa o valor da empresa, demonstrou comportamento médio de 0.30, com mínima negativo de -25.41 e máxima positiva de 4.90. A variável TAM, que representa o tamanho da empresa demonstrou um comportamento médio da amostra de 14.44, com variação mínima de 4.37 e máxima de 17.72. A variável PIB, que representa o crescimento econômico em relação a população, apresenta média de 3.47, com mínima de 0.21 e máxima de 6.64.

TABELA 01: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variável	**Média**	**DP**	**Mín.**	**Q.1**	**Mediana**	**Q3**	**Máx.**
Retorno_Ano	0.13	0.46	-0.47	-0.29	0.05	0.45	0.97
Volume_Ano	11.31	3.36	1.06	8.66	11.80	14.11	16.65
Volatilidade R	0.89	11.21	-32.82	-2.69	1.51	3.57	37.70
Volatilidade V	0.91	0.60	0.21	0.43	0.78	1.23	3.46
Dívida_CP	0.49	1.10	0.00	0.17	0.33	0.49	10.82
Dívida_LP	0.40	0.60	0.00	0.18	0.29	0.44	6.10
ROA	-0.00	0.13	-1.67	-0.00	0.01	0.03	0.16
Dividendos	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	0.07
Book-to-Market	0.30	3.39	-25.41	0.30	0.59	1.08	4.93
TAM	14.44	1.77	4.37	13.52	14.60	15.58	17.72
PIB	3.47	2.12	0.21	2.15	2.57	5.58	6.64

Fonte: *Dados da pesquisa*
Número de Observações: ***2152***

Nota: A tabela apresenta a estatística descritiva da amostra, sendo 2.152 amostras, correspondentes a 932 empresas, com status ativo e cancelado, no período de 2002 a 2015. Média. DP significa desvio padrão. Mín. significa valor mínimo. Q1, Mediana (Q2), Q3, são os percentis 25, 50 e 75. Respectivamente, considerando a amostra. Máx. significa valor máximo. As variáveis dependentes estão representadas no primeiro bloco da tabela, sendo respectivamente: Retorno Ano (logaritmo natural do retorno ano), Volume Ano (logaritmo natural do volume ano), Volatilidade R (Coeficiente da Variação do Retorno Ano), Volatilidade V (Coeficiente da Variação do Volume Ano). As variáveis de controle estão indicadas no segundo bloco, sendo elas: a) Dívida a Curto prazo, representa o grau de endividamento a curto prazo da empresa ; b) Dívida a Longo prazo, representa o grau de endividamento a longo prazo da empresa; c) Retorno sobre o Ativo (ROA), que expressa a rentabilidade sobre o ativo; d) Dividendos, que expressa a distribuição de parte do Lucro para os seus acionistas. e) *Book-to-Market* (BtK), indica o desempenho das empresas no mercado; f) Tamanho da Empresa (TAM), representa o tamanho da empresa por meio do logaritmo natural de seu Ativo Total; g) PIB Real que indica o valor dos bens e dos serviços produzidos no ano, considerado preços constantes.

4.2. RESULTADOS DAS REGRESSÕES

Para se evidenciar os resultados, são utilizados modelos de regressão linear, no intuito de testar as hipóteses da pesquisa e visando manter o máximo de observações, para garantir uma maior robustez nos resultados. O modelo utilizado ora assume condição para explicar a variável retorno, ora volume e volatilidade, e objetiva verificar os efeitos das doações realizadas para fins de financiamento das eleições gerais no Brasil nos anos de 2002, 2006, 2010 e 2014.

Para tanto, a Tabela 2 contempla estimativas do modelo de regressão linear múltipla dos dados, em painel com efeito fixo de ano, distribuídas em painel A e B, em que o fenômeno doação pode ser observado sobre duas perspectivas: i) considerando o montante das doações como fator influente (Painel A); e ii) assumindo que empresas que realizam doações para financiamento de campanhas estabelecem conexões políticas independente do montante doado (Painel B).

TABELA 02. RESULTADOS DAS REGRESSÕES

Painel A								
Variável	**Retorno**		**Volume**		**Volatilidade R**		**Volatilidade V**	
	Coef.	P-Val	Coef.	P-Val	Coef.	P-Val	Coef.	P-Val
Doação	-0,01	0,14	0,06	0,03**	-0,32	0,03**	-0,01	0,04**
Dívida_CP	0,01	0,60	0,30	0,00***	-0,10	0,71	-0,02	0,15
Dívida_LP	0,03	0,11	0,35	0,01***	-0,43	0,21	0,03	0,16
Roa	0,19	0,08*	0,87	0,19	1,55	0,33	0,02	0,88

Dividendo	1,89	0,00***	12,59	0,00***	-16,64	0,32	-2,20	0,02**
BtM	0,00	0,68	0,05	0,01***	-0,07	0,36	-0,01	0,09
TAM	0,01	0,04**	1,00	0,00***	-0,21	0,20	-0,11	0,00***
PIB	-0,09	0,00***	0,29	0,00***	-0,36	0,16	-0,09	0,00***
Painel B								
Variável	**Retorno**		**Volume**		**Volatilidade R**		**Volatilidade V**	
	Coef.	P-Val	Coef.	P-Val	Coef.	P-Val	Coef.	P-Val
D_Doação	-0,08	0,09*	0,68	0,05**	-4,14	0,03**	-0,12	0,07*
Doação_ano_ Eleição	-0,54	0,00***	2,15	0,00***	-3,80	0,01***	-0,52	0,00***
Dívida_CP	0,01	0,60	0,30	0,00***	-0,10	0,70	-0,02	0,15
Dívida_LP	0,03	0,11	0,35	0,01***	-0,43	0,21	0,03	0,16
Roa	0,19	0,08*	0,87	0,19	1,55	0,33	0,02	0,88
Dividendo	1,90	0,00***	12,55	0,00***	-16,37	0,32	-2,20	0,02**
BtM	0,00	0,68	0,05	0,01***	-0,07	0,36	-0,01	0,09*
TAM	0,01	0,04**	1,00	0,00***	-0,21	0,19	-0,11	0,00***
PIB	-0,09	0,00***	0,29	0,00***	-0,36	0,16	-0,09	0,00***

Número de Observações 2152

Fonte de dados da pesquisa. Elaborado pela Autora

Nota: A tabela a regressão dos dados em painel de efeito fixo ano, com controle de setor, sendo 2.152 amostras, correspondentes a 932 empresas, com status ativo e cancelado, no período de 2002 a 2015. Os Coef. indicam os coeficientes. Os P-Val indicam o P-values. p<0,10 *, p<0,05** p<0,01*** indicam significância estatística a 10%, 5% e 1%. Painel A, observa a influência do montante das doações nas variáveis explicadas. Painel B, observa o comportamento das empresas doadoras em ano de eleição. As variáveis estão respectivamente distribuídas: Retorno; Volume; Volatilidade R e Volatilidade V. As variáveis independentes estão distribuídas: Doação (Painel A), representa o volume das doações; D_Doação, representa 1 para empresas que realizaram doações e 0 para as demais; Doação_ano_Eleição, representa 1 para as doações realizadas em ano de eleição e 0 para os demais. As variáveis de controle estão respectivamente distribuídas: a) Dívida a Curto prazo, representando o grau de endividamento a curto prazo da empresa ; b) Dívida a Longo prazo, representa o grau de endividamento a longo prazo da empresa; c) Retorno sobre o Ativo (ROA), que expressa a rentabilidade sobre o ativo; d) Dividendos, que expressa a distribuição de parte do Lucro para os seus acionistas. e) *Book-to-Market* (BtK), indicando o desempenho das empresas no mercado; f) Tamanho da Empresa (TAM), representa o tamanho da empresa por meio do logaritmo natural de seu Ativo Total; g) PIB Real que indica o valor dos bens e dos serviços produzidos no ano, considerado preços constantes.

No Painel A da Tabela 2, observa-se que não é possível afirmar que as doações (tanto em termos de volume doado quanto quando analisados na forma binária) exercem influência no Retorno das empresas, de modo geral. Este resultado contribui para a rejeição da hipótese1 da pesquisa, indo ao encontro dos achados de Silva et. al (2018), que encontraram as conexões políticas ainda que, por meio de doações para financiamento de campanhas, não reduz o custo de capital e tão pouco melhora o desempenho administrativo das empresas. O resultado confirma também os achados de Goes, Martins e Vasconcelos (2016) que, ao estudarem as doações como

forma de conexão política nas eleições de 2014 no Brasil, identificaram que não há diferença estatística no retorno das empresas doadoras e não doadoras.

Entretanto, este achado diverge-se dos achados de Lin, Shen e Wang (2016) e Cooper, Gulen e Ovtchinnikov, (2010), Blaua et al. (2018) que, em um cenário diferente, evidenciaram a relação entre conexão política e retorno. A explicação para esta diferença pode decorrer do fato de que, no Brasil, o *lobby* não é regulamentado e que as empresas realizam doações para diversos partidos políticos/candidatos, com ideologias diferentes, fazendo com que tal fenômeno não exerça influência relevante no retorno das ações no mercado nacional, independente do período (se em ano de eleição ou não).

Observa-se ainda no painel A que existe influência significativa do montante doado no volume, exibindo um coeficiente positivo de 0,06 e significância de 5%, sugerindo que o aumento no montante de doações está relacionado a um aumento no volume de negociação das ações. Este resultado contribui para a não rejeição da hipótese 2 da pesquisa, resultado que corrobora para os achados de Hong e Kostovetsky (2010), que notaram um aumento após as eleições, quando em comparação com as outras indústrias que não realizam conexões políticas. Isso sugere que ações de empresas conectadas politicamente tendem a ser mais interessantes para os investidores em relação às empresas sem conexão política, independente do período (de eleições gerais ou não).

No painel A é possível observar a influência do montante doado na volatilidade dos preços das ações e do volume de negociação. Essas variáveis relacionadas exibiram coeficiente negativos -0.32 e -0.01 e significância de 5%, indicando que o montante das doações pode reduzir a volatilidade. Esse resultado diverge dos resultados de Krol (2014) e Blaua et al., (2018) pois, em outro cenário, identificaram que as doações por meio do *lobby* corporativo fomentam uma alta volatilidade no

mercado. Essa divergência também pode estar relacionada à estrutura de regulamentação do lobby no país, haja vista que, em países com estrutura regulamentada, as empresas tendem a doar para apenas um partido, estando mais suscetíveis a risco considerando a eventual perda do seu partido nas eleições.

O Painel B, demonstra uma relação negativa entre empresas doadoras e retorno das ações. Esse painel evidencia que empresas que realizam doações para financiamento de campanha possuem menor retorno de ações quando comparadas às demais. Este resultado corrobora para a rejeição da hipótese1 da pesquisa, e diverge dos achados de Civilize, Wongchoti e Young (2015) e Cooper, Gulen e Ovtchinnikov (2010), que encontraram relação positiva entre doações e o retorno de mercado das empresas doadoras, no entanto, coopera com as evidências dos estudos de Goes, Martins e Vasconcelos (2016), realizado no Brasil, e Siokis e Kapopoulos (2007), realizado na Europa, que em suas investigações apontaram para movimentos nos preços das ações no mercado, identificando que os retornos maiores ocorrem após os dois primeiros anos, pós-pleito.

Para a variável dependente Volume, o coeficiente de doações e Doação_ano_ Eleição, apresentam coeficientes positivos com índice de significância de 5% e 1% respectivamente, sugerindo que os volumes financeiros são maiores para as empresas que realizam doações independente do montante doado. Este resultado contribui para a não rejeição da hipótese 2 da pesquisa, sendo evidenciado por Pasquariello e Zafeiridou (2014), que o aumento no volume de mercado se deteriora nos meses anteriores ao pleito, mas melhora nos meses posteriores.

Por sua vez, as variáveis dependentes Volatilidade R e Volatilidade V, que indicam a volatilidade dos preços e do volume de negociação, demonstram coeficientes negativos, com índices de significância de 5%, e 10% respectivamente, sugerindo que as empresas doadoras têm, em média, uma volatilidade menor que as

empresas não doadora. Este resultado contribui para a não rejeição da hipótese 3 da pesquisa. Esse resultado pode se justificar pelos achados de Doukas, Kim e Pantzalis (2000), que demonstram que o risco tende a diminuir em ano de eleição logo após o pleito, uma vez que os investidores entendem que é findado o período de incerteza política.

Entretanto, essa divergência justifica-se por tratar de cenários econômicos distintos, mas, principalmente pela distinta forma de financiamento de campanhas brasileiras, como evidenciado no trabalho. Nesse contexto é possível inferir que, no Brasil, a redução da volatilidade no mercado acionário para as empresas doadoras ocorre devido à redução do risco causada pelas conexões políticas estabelecidas e discutidas em trabalhos com os de Silva et. al (2018), Camilo, Marcon, e Bandeira-de-Mello (2012) e Pasquariello e Zafeiridou (2014).

Quanto ao comportamento das variáveis de controle, foi possível verificar que o coeficiente Dívida CP, apresenta um valor de 0.30 e significância de 1 % em ambos os painéis. Apenas para variável dependente Volume Ano e Dívida LP apresentaram um valor de 0.35 e significância de 5% para variável dependente Volume Ano em ambos os painéis, e 0.03 e significância 10% para variável dependente Retorno Ano apenas no painel A, sugerindo que o aumento do endividamento ou Grau de Alavancagem das empresas está relacionado com uma variação positiva do volume e no retorno. Resultado este que se assemelha aos resultados de Cooper, Gulen e Ovtchinnikov (2010), e Aabo, Pantzalis e Park (2016); e corroboram com Faccio, Masulis, & McConnell (2006), que sugerem que empresas que possuem conexões políticas têm taxas de alavancagem significativamente mais altas.

Quanto ao comportamento das variáveis de controle, é possível verificar que o coeficiente Dívida CP apresenta um valor de 0.30 e significância de 1 % em ambos os painéis. Já no caso da variável dependente Volume Ano, Dívida LP o coeficiente foi

de 0.35 e significância de 5% para variável dependente Volume Ano em ambos os painéis, e 0.03 e significância 10%, para variável dependente Retorno Ano, apenas no painel A, sugerindo que o aumento do endividamento ou Grau de Alavancagem das empresas está relacionado com uma variação positiva do volume e no retorno. Esse resultado também corrobora os resultados de Cooper, Gulen e Ovtchinnikov, (2010) e Aabo, Pantzalis e Park (2016), além de corroborar com os resultados de Faccio, Masulis, e McConnell (2006), que evidenciaram que empresas que possuem conexões políticas possuem taxas de alavancagem significativamente mais altas.

A variável de controle ROA não apresentou significância estatística para as variáveis dependente Volume e Volatilidade. Entretanto, apresentou coeficientes de 0.19, com significância de 10%, para a variável dependente Retorno, sugerindo que o aumento da variável ROA está relacionado à uma variação positiva no Retorno das empresas, em ambos os painéis, indo ao encontro dos achados de Civilize, Wongchoti e Young (2015), que utilizaram a variável ROA para evidenciar impacto das conexões políticas estabelecidas por meio de doações, no valor da empresa, sendo evidente no retorno das ações na Tailândia; e de Camilo et. al (2012), que observaram a variável ROA e sua influência nas doações de campanha no retorno dos ativos das empresas listadas na Bovespa, encontrando um resultado não significativo.

Para a variável dependente Retorno, o coeficiente Dividendos apresenta um valor próximo a 2.00 (em ambos os painéis), com significância de 1%, já para as variáveis Volume Ano, apresentam um coeficiente de 12.59 (Painel A) e 12.55 (Painel B), com significância de 1%, sustentando a literatura teórica sobre doações de campanha e seus efeitos no mercado financeiro. Contudo, para a variável dependente Volatilidade V, a distribuição de dividendos apresenta um coeficiente negativo de -0.02, com significância de 5%, sugerindo que o aumento na distribuição de dividendos

realizados pelas empresas doadoras influencia positivamente no retorno e volume das ações e negativamente na volatilidade.

Para as variáveis dependentes Volume e Volatilidade V, o coeficiente *Market-to-book* apresenta um valor de, 0.05, com significância de 5%, enquanto para a variável Volatilidade V apresenta um coeficiente de -0.01, com significância de 10%, em ambos os painéis, sugerindo que o aumento no valor das empresas doadoras produz aumento no volume de negociação das ações, e redução da volatilidade. Esse achado sugere que quanto maior o MtB, maior o potencial de crescimento da empresa, se esta é conectada politicamente, ao passo que, nesse sentido, o seu risco de crescimento torna-se reduzido.

Para as variáveis dependentes Retorno e Volume, e Volatilidade V, o coeficiente Tamanho da Empresa apresenta um valor de 0.05, com significância de 10%, 1.00 com significância de 1% e coeficiente de 11.00 com significância de 1%, em ambos os painéis, sugerindo que o aumento do coeficiente Tamanho da Empresa está relacionado com uma variação positiva no Retorno e Volume, e negativa na Volatilidade do volume, quando se trata das empresas doadoras, não representando novidade para a literatura de finanças de modo geral.

Estes resultados se assemelham aos resultados de Cao, Fernando e Tripathy (2018), que observaram o desempenho das empresas que fazem *lobby*, utilizando como coeficientes ROA e Q de Tobin, demostrando evidências de que o *lobby* está associado ao tamanho da empresa; e Blaua et al. (2018) que entenderam que esses resultados sugerem que os efeitos do *lobby* estão associados ao tamanho da empresa.

Para as variáveis dependentes Retorno, e Volume e Volatilidade, os coeficientes PIB apresentam um valor de -0.09, coeficiente de 0.29 e coeficiente de -

0.09 para o volume e 0.36 para o preço, ambos com significância de 1%, respectivamente, em ambos os painéis. O que sugere uma redução do PIB impacta de maneira negativa o retorno e a volatilidade, no entanto de forma positiva se relacionada ao volume.

De modo geral, os resultados inferem que as conexões políticas no Brasil não estão relacionadas com o retorno nas ações. Contudo, no ano específico da doação, tal associação pode ser encontrada com 99% de confiança. Isso sugere que as empresas que realizam doações não possuem retornos diferentes das demais quando considerado anos de não eleição. Por outro lado, nos períodos de eleição, tais empresas tendem a apresentar retornos menores do que as empresas não doadoras.

Adicionalmente, as doações de campanha favorecem o aumento no volume financeiro, o que segundo Claessens, Feijen e Laeven (2008), permite que as empresas doadoras melhorem o acesso a financiamentos bancários e contratos públicos, proporcionando assim uma redução no risco de mercado, causando com isso a redução na volatilidade das ações.

Capítulo 5

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Partindo do objetivo proposto, a pesquisa observa a influência das doações para financiamento de campanha no retorno, na volatilidade e no volume das ações das empresas listadas no Brasil Bolsa Balcão (B3), evidenciando as doações enquanto estratégia para estabelecer conexões e mitigar a incerteza política.

A análise dos dados indica que o fenômeno doação influencia o retorno, volume e volatilidade da amostra coletada. Os resultados sugerem que empresas que doam não apresentam maiores retornos, na média. Entretanto, há evidências de que em ano eleitoral, as empresas doadoras apresentam retornos significantemente menores do que as não doadoras.

Os resultados encontrados rejeitam a hipótese 1, de que as empresas que realizam doações para financiamento de campanhas nas eleições gerais tendem a possuir maior retorno das ações comparado ao retorno das empresas não doadoras. Entretanto, encontra evidências de que empresas que realizaram doações apresentam retornos menores do que as empresas não doadoras, sendo esse fato ainda mais intenso em anos de eleições.

Os achados sugerem que talvez o interesse das empresas doadoras não esteja atrelado ao retorno, mas sim, a uma provável conexão política que venha a estabelecer vantagens futuras, como por exemplo a facilitação de contratos públicos, acesso a benefícios fiscais e informações privilegiadas. Desse modo, os resultados indicam que, o que leva às empresas a realizarem doações para financiamento, não é necessariamente aumento de seu valor de mercado, mas sim, outras possibilidades mais vantajosas politicamente.

Por outro lado, este tipo de conexão, considerando o ambiente brasileiro, pode contribuir para tornar essas empresas mais propensas a corrupção, uma vez que, as mesmas tendem a buscar meios para compensar a perda de retorno e do valor doado.

Dessa forma, os resultados se contrapõem aos achados de Goes, Martins e Vasconcelos (2016), que evidenciaram não haver relação significativa entre doação para financiamento de campanha e retorno; e aos achados de Cooper, Gulen e Ovtchinnikov (2010), que evidenciaram retornos maiores das empresas que realizaram contribuição de campanha no período de 1979 – 2004. Essas evidências mistas sugerem que o período de análise pode influenciar os testes. Na pesquisa em tela, o controle de ano tende a mitigar esse efeito.

Os resultados também sugerem, em linha com Hong e Kostovetsky (2010) e (Silva, Silva Barbosa, & Ribeiro, 2017), influência de doações políticas sobre o volume e volatilidade das ações em período de campanha. Esse fenômeno pode ocorrer porque em períodos de instabilidades políticas as firmas tentem a fomentar suas estratégias por intermédio das conexões (Camilo, Marcon & Bandeira-de-Mello, 2012), sinalizando para o mercado potencial de resultado futuro em função de tais conexões.

Em relação ao comportamento da volatilidade, os resultados também não permitem rejeitar a Hipótese 3 de que as empresas que realizam doações para financiamento de campanhas nas eleições gerais tendem a ter menor volatilidade das ações comparado à volatilidade das empresas não doadoras, evidenciando uma redução na volatilidade das ações, seja da perspectiva da volatilidade do retorno ou da volatilidade do volume das ações negociadas.

Tais evidências podem justificar-se considerando que empresas doadoras são conectadas politicamente (Brey et al., 2013; Silva et al., 2018) e, por isso, podem ser associadas como investimento de menor risco e, consequentemente, menos voláteis,

corroborando com o argumento de Kim e Zhang (2016), de que as conexões políticas servem como mecanismo de seguro contra eventos externos, apresentando assim menor risco nos investimentos, o que contribui para a redução da volatilidade da empresa perante o mercado financeiro.

Os resultados, portanto, complementam as pesquisas sobre mercado e incerteza política (Pastor & Veronesi, 2017; Goodell & Vähämaa, 2013; Pasquariello & Zafeiridou, 2014), pois essas pesquisas consideram o período anterior ao pleito, evidenciando um mercado mais volátil dado o crescimento do risco de novas políticas públicas. No entanto, pós-pleito, e ao estabelecer as conexões políticas, as empresas demonstram menor volatilidade.

Uma limitação importante desta pesquisa é a quantidade de literatura existente sobre o tema no Brasil, uma vez que a maior parte dos autores brasileiros observaram as doações enquanto estratégia diretamente ligada ao desempenho, relacionadas ao aumento do patrimônio e não necessariamente ao valor das ações em mercado, o que não permitiu comparabilidade dos resultados.

Como sugestão, sugere-se para novas pesquisas a análise da comparabilidade entre as conexões políticas estabelecidas pela legislação anterior e as doações realizadas com base na nova legislação, permitindo assim, observar se de fato a legislação já em vigor está sendo eficaz ao ponto de coibir conexões por meio de doações, ou se, estas doações só passaram a ser estabelecidas pela pessoa física relacionada a empresa. Adicionalmente, é viável avaliar quais são os principais benefícios gerados para a empresa doadora pós período eleitoral.

REFERÊNCIAS

Aabo, T., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2016). Political Interference and Stock Price Consequences of Local Bias. *Financial Review*, *51*(2), 151-190.

Bastos, S. A. P., Macedo-Soares, T. D. L. v. A. (2014). Gestão de Estratégias Políticas Empresariais: Caso Light. *BBR-Brazilian Business Review*, *11*(2).

Beaver, William H. The information content of annual earnings announcements. Journal of accounting research, p. 67-92, 1968.

Belo, F., Gala, V. D., & Li, J. (2013). Government spending, political cycles, and the cross section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, *107*(2), 305-324.

Blaua, B. M., Stewartb, B., & Whitbyc, R. J. (2018). How Does Lobbying Regulation Affect the Stock Prices of Firms That Lobby the Most?.

Bloom, N. (2014). Fluctuations in uncertainty. *Journal of Economic Perspectives*, *28*(2), 153-76.

Boas, T. C., Hidalgo, F. D., & Richardson, N. P. (2014). The spoils of victory: campaign donations and government contracts in Brazil. *The Journal of Politics*, *76*(2), 415-429.

Bououiyour, J., & Selmi, R. (2016). The Price of Political Uncertainty: Evidence from the 2016 US Presidential Election and the US Stock Markets. *arXiv preprint arXiv:1612.06200*

Bradley, D., Pantzalis, C., & Yuan, X. (2016). Risco de política, estratégias políticas corporativas e o custo da dívida. *Journal of Corporate Finance*, *40* , 254-275.

BRASIL - Tribunal Superior Eleitoral - RESPE: 173659 RIO DE JANEIRO - RJ, Relator: MARIA THEREZA ROCHA DE ASSIS MOURA, Data de Julgamento: 23 agost. 2016, Data de Publicação: **DJE - Diário de justiça eletrônico**, 12 set 2016.

_____, Lei (4.740). Lei Orgânica dos Partidos Políticos. Brasil, DF*: Senado Federal, Centro Gráfico*. Jul 1965.

_____**,** LEI Nº 13.487, DE 6 DE OUTUBRO DE 2017. Altera as Leis nos 9.504, de 30 de setembro de 1997, e 9.096, de 19 de setembro de 1995, para instituir o Fundo Especial de Financiamento de Campanha (FEFC) e extinguir a propaganda partidária no rádio e na televisão. Brasil, DF, Out 2017.

_____, LEI Nº. 9.096, DE 19 DE SETEMBRO DE 1995. Dispõe sobre partidos políticopoliticos.s, regulamenta os arts, v. 17. Brasil, DF, Sset 1995.

_____, S. F. (1988). Constituição da república federativa do Brasil. *Brasília: Senado Federal, Centro Gráfico*.

_____. Supremo Tribunal Federal. Ação Direta de Inconstitucionalidade nº **4650**/DF - Distrito Federal, Relator: Ministro LUIZ FUX. Data de Julgamento:26/03/2013, Data de Publicação: DJe-059 DIVULG 01/04/2013 PUBLIC 02/04/2013

Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., & de Mello, R. B. (2013). Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, *15*(1).

Brown, K. C., Harlow, W. V., & Tinic, S. M. (1988). Risk aversion, uncertain information, and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, *22*(2), 355-385.

Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões políticas e desempenho: um estudo das firmas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Administração Contemporânea*, *16*(6), 806-826.

Cao, Z., Fernando, G. D., Tripathy, A., & Upadhyay, A. (2018). The economics of corporate lobbying. *Journal of Corporate Finance*, *49*, 54-80.

Caselani, César Nazareno; JUNIOR, William Eid. A influência dos determinantes microeconômicos e macroeconômicos sobre a volatilidade das ações negociadas no Brasil. In: **V Encontro Brasileiro de Finanças**. 2008.

Civilize, S., Wongchoti, U., & Young, M. (2015). Political connection and stock returns: A longitudinal study. *Financial Review*, 50(1), 89-119.

Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of financial economics*, *88*(3), 554-580.

Colombo, V. (2013). Economic policy uncertainty in the US: Does it matter for the Euro area?. *Economics Letters*, 121(1), 39-42.

Cooper, M. J., Gulen, H., & Ovtchinnikov, A. V. (2010). Corporate political contributions and stock returns. *The Journal of Finance*, 65(2), 687-724.

da Cunha, P. R., Rausch, R. B., & da Cunha, J. V. A. (2010). Contabilidade internacional: uma análise metodológica e técnica das pesquisas publicadas no Congresso USP de Controladoria e Contabilidade e na Revista de Contabilidade & Finanças da USP. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, *13*(3).

da Silva, A., da Silva Barbosa, J., & Ribeiro, F. (2017). Comportamento do Volume de Negociações e do Risco de Mercado antes e após os Resultados das Eleições Presidenciais em 2014: Um Estudo com Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, *5*(1), 39-55.

da Silva, J. C., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). A Influência das Conexões Políticas no Custo de Capital e no Desempenho das Empresas Listadas na B3. *Brazilian Business Review*, *15*(4), 317-330.

de Araújo, A. C., & Montini, A. (2018). High Frequency Trading: análise de retorno, volume e volatilidade. *Revista de Administração FACES Journal*, *17*(2).

de Araújo, E. C. C., dos Santos Rodrigues, V. R., Monte-Mor, D. S., & Correia, R. D. (2018). Corrupção e valor de mercado: os efeitos da Operação Lava Jato sobre o mercado de ações no Brasil. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, *17*(51), 41-58.

de Freitas Nascimento, S., Galdi, F. C., & Nossa, S. N. (2011). Motivações determinantes para a recompra de ações: um estudo empírico no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2008. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, *12*(5).

de Pietro Neto, J., Decourt, R. F., & Galli, O. C. (2011). Proventos-A teoria da sinalização: variações de mercado. *Revista de Administração FACES Journal*, *10*(4), 150-168.

Doukas, J. A., Kim, C., & Pantzalis, C. (2000). Security Analysis, agency costs, and company characteristics. *Financial Analysts Journal*, 56(6), 54-63.

Faccio, M., Masulis, R. W., & McConnell, J. J. (2006). Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance*, *61*(6), 2597-2635.

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2016). *Análise de dados: modelos de regressão com Excel®, Stata® e SPSS®* (Vol. 1). Elsevier Brasil.

Gama, M. A. B., Bandeira-de-Mello, R., & Spuldaro, J. D. (2018). Political strategy and the growth of business groups. *RAUSP Management Journal*, *53*(1), 35-48.

Goes Pinheiro, B., Martins Mendes De Luca, M. M., & Carvalho de Vasconcelos, A. (2016). Conexões políticas nas maiores companhias listadas na BM&FBovespa. *REAd-Revista Eletrônica de Administração*, *22*(2).

Goodell, J. W., & Vähämaa, S. (2013). US presidential elections and implied volatility: The role of political uncertainty. *Journal of Banking & Finance*, *37*(3), 1108-1117.

Gulen, H., & Ion, M. (2015). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, *29*(3), 523-564.

Hill, M. D., Kelly, G. W., Lockhart, G. B., & Van Ness, R. A. (2013). Determinants and effects of corporate lobbying. *Financial Management*, *42*(4), 931-957.

Hillman, A. J., & Hitt, M. A. (1999). Corporate Political Strategy Formulation: A Model of Approach, Participation, and Strategy Decisions. *Academy of Management Review*, 24, 825-842.

Hong, H., & Kostovetsky, L. (2012). Investimento vermelho e azul: valores e finanças. *Journal of Financial Economics*, *103*(1), 1-19.

Jayachandran, S. (2006). The jeffords effect. *The Journal of Law and Economics*, *49*(2), 397-425.

Khan, N., Aman, Q., & Khan, M. A. (2015). Market Efficiency: National Elections and Stock Market. *Journal of Managerial Sciences*, *9*(2).

Kim, C., & Zhang, L. (2016). Corporate political connections and tax aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, *33*(1), 78-114.

Klößner, S., & Sekkel, R. (2014). International spillovers of policy uncertainty. Economics Letters, 124(3), 508-512.

Krol, R. (2014). Incerteza da política econômica e volatilidade da taxa de câmbio. *Finanças Internacionais*, *17*(2), 241-256.

Lederman, D., Loayza, N. V., & Soares, R. R. (2005). Accountability and corruption: Political institutions matter. *Economics & politics*, *17*(1), 1-35.

Lee, JH, & Fan, WM (2014). Percepção dos investidores sobre governança corporativa: um efeito colateral dos escândalos corporativos de Taiwan. *Revisão de Quantitative Finance and Accounting*, *43* (1), 97-119.

Lemos, L. B., Marcelino, D., & Pederiva, J. H. (2010). Porque dinheiro importa: a dinâmica das contribuições eleitorais para o Congresso Nacional em 2002 e 2006. *Opinião pública*, *16*(2), 366-393.

Li, Q., Li, S., & Xu, L. (2018). National elections and tail risk: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, *88*, 113-128.

Lin, C. Y., Ho, P. H., Shen, C. H., & Wang, Y. C. (2016). Political connection, government policy, and investor trading: Evidence from an emerging market. *International Review of Economics & Finance*, *42*, 153-166.

Liu, S. (2015). Sentimento do investidor e liquidez do mercado de ações. *Journal of Behavioral Finance*, *16* (1), 51-67.

Magalhães filho, S. D. C.(2018). Os efeitos da operação “Lava Jato” sobre o volume de negociação no mercado de ações brasileiro. (Dissertação de Mestrado) Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE: Vitoria. Recuperado em 17 de agosto, 2019 de http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/8/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Silvio%20da%20Costa%20Magalh%C3%A3es%20Filho.pdf.

Oliveira, T. A., & Apolinário, M. N. (2015). O financiamento de campanhas eleitorais no Brasil: histórico, atualidade e a questão na Suprema Corte. *Seminário Internacional Demandas Sociais e Políticas Públicas na Sociedade Contemporânea*.

Olson, M. (1965). *Logic of collective action: Public goods and the theory of groups (Harvard economic studies. v. 124)*. Harvard University Press.

Pantzalis, C., Stangeland, D. A., & Turtle, H. J. (2000). Political elections and the resolution of uncertainty: the international evidence. *Journal of banking & finance*, *24*(10), 1575-1604.

Pasquariello, P., & Zafeiridou, C. (2014). Political uncertainty and financial market quality. *Ross School of Business Paper*, (1232).

Pastor, L. e Veronesi, P. (2017). *Ciclos políticos e retornos de ações* (n º w23184). National Bureau of Economic Research.

_____, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The journal of Finance*, *67*(4), 1219-1264.

Raupp, F. M., & Beuren, I. M. (2006). Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências. *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. São Paulo: Atlas*.

Riker, W. H., & Ordeshook, P. C. (1973). *An introduction to positive political theory* (Vol. 387). Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Santa-Clara, P., & Valkanov, R. (2003). The presidential puzzle: Political cycles and the stock market. *The Journal of Finance*, *58*(5), 1841-1872.

Santos, M. L., & Cunha, L. (2015). *Percepções sobre a regulamentação do lobby no Brasil: convergências e divergências* (No. 2141). Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

Seligman, M., & Mello, F. (2018). *Lobby desvendado: Democracia, políticas públicas e corrupção no Brasil contemporâneo*. Editora Record.

SIDRA, I. (2014). Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Sistema IBGE de Recuperação Automática. Frequência: Produto interno bruto (PIB) real; Trimestraltrimestral de 1997 T1 até 2018 T2. Disponível em: https://www.ibge.gov.br/, acesso em 11 de outubro de 2018.

Silva, J. C. D., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). The Influence of Political Connections on the Cost of Capital and the Performance of Companies Listed on B3. *BBR. Brazilian Business Review*, *15*(4), 317-330.

Siokis, F., & Kapopoulos, P. (2007). Parties, elections and stock market volatility: evidence from a small open economy. Economics & Politics, 19(1), 123-134.

Smith, V. K. (1985). A theoretical analysis of the “Green Lobby”. *American Political Science Review*, *79*(1), 132-147.

TSE, B. T. S. E. (2018). Diário de Justiça Eletrônico (DJe): n. 173659, 12 de setembro de 2016.

Wellman, L. A. (2017). Mitigating political uncertainty. *Review of Accounting Studies*, *22*(1), 217-250.

Wilson, JK, & Damania, R. (2005). Corrupção, competição política e política ambiental. *Jornal de Economia e Gestão Ambiental*, *49* (3), 516-535.

Wisniewski, TP, & Moro, A. (2014). Quando os líderes da UE falam, os mercados ouvem. *European Accounting Review*, *23*(4), 519-551.

Wolfers, J. & Zitzewitz, E. (2004). Mercados de previsão. *Journal of economic perspectives*, *18* (2), 107-126.

Zhu, H., & Chung, C. N. (2014). Portfolios of political ties and business group strategy in emerging economies: Evidence from Taiwan. *Administrative Science Quarterly*, *59*(4), 599-638.