

## Valor das Firmas brasileiras Conectadas Politicamente

Autoria: Rodrigo Bandeira-de-Mello, Rosilene Marcon

**RESUMO**

Este artigo teve como objetivo analisar o efeito das conexões políticas das firmas, via conselho de administração e participação acionária do governo, no desempenho de mercado das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA considerando três mandatos presidenciais, o último mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso e os dois do presidente Lula. Buscou-se contribuir para a literatura de estratégia política e de governança corporativa. Apesar da literatura sobre as estratégias políticas da firma ter crescido, principalmente utilizando dados de economias emergentes, os resultados empíricos ainda são contraditórios, evidenciando efeitos positivos e negativos das conexões políticas para as firmas. Da mesma maneira os estudos de governança têm crescido, principalmente evidenciando os mecanismos, tanto internos como externo, porém sem a preocupação de analisar o papel do conselheiro que possui experiência política e da participação acionária do governo. Uma das formas utilizada para mensurar a conexão política das empresas é através dos mecanismos internos de governança corporativa, o Conselho de Administração (FACCIO, 2006; AGRAWAL e KNOEBER, 2001), principalmente analisando o reflexo de ex-políticos no Board (HILLMANN, 2005) e através da participação do governo como acionista, principalmente como minoritário. No primeiro caso é esperado um reflexo positivo no desempenho da empresa (HILLMANN, 2005; FISMAN, 2001, ROBERTS, 1990; GOLDMAN *et al.*, 2009), já na segunda, em função dos objetivos do governo muitas vezes não ser o de maximização da riqueza, espera-se uma relação negativa com o desempenho (SHLEIFER e VISHNY, 1994; KHWAJA e MIAN, 2005; FAN *et al.*, 2007; LI *et al.*, 2009). A partir do referencial teórico já destacado foram testadas três hipóteses, as quais centravam em verificar se a relação entre a conexão política do conselho e a participação do governo como acionista é positiva e significativa com o desempenho de mercado destas firmas. Para a realização da pesquisa, foram utilizadas múltiplas fontes de dados secundários, do Economática®, das informações do Relatório de Informações Anuais (IAN), disponíveis na Comissão de Valores Imobiliários (CVM) e na BM&FBOVESPA e do jornal Valor (os maiores Grupos), do site do Tribunal Superior Eleitoral. A variável dependente selecionada foi o Q de Tobin. O software estatístico utilizado foi o STATA. Os resultados encontrados permitiram concluir que no mercado brasileiro, empresas que possuem algum conselheiro com experiência política apresentaram um resultado positivo, mensurado pelo Q de Tobin. Já o governo como acionista parece não ter um reflexo positivo no mercado, mas sim negativo, apesar de não ser significativo. Quando se fez uma interação entre as duas variáveis obteve-se também um resultado significativo, porém negativo, mostrando que o efeito da participação acionária do governo reduz o efeito positivo da experiência política do conselheiro.

## INTRODUÇÃO

A literatura sobre as estratégias políticas da firma tem crescido e também apresentado resultados empíricos contraditórios, evidenciando efeitos positivos e negativos das conexões políticas para as firmas. As conexões podem representar um ativo importante para a empresa (FACCIO, 2006; FISMAN 2001; JAYACHANDRAN, 2006) que levam a desempenhos superiores e mais estabilidade para as firmas. Os benefícios da conexão geralmente são quantificados em termos de desempenho econômico, financeiro e de mercado (FACCIO 2010; HONGBIN *et al.* 2008), preferencial acesso as fontes de recursos (FAN *et al.* 2007; JOHNSON e MITTON, 2003; CLAESSENS *et al.* 2008; KHWAJA e MIAN, 2005, CHARUMILIND *et al.* 2006), expertise e acesso a informação (AGRAWAL e KNOEBER 2001; FACCIO, 2006), facilidade em possuir contratos com o governo (GOLDMAN *et al.*, 2009). Em contraste, outros trabalhos apontam os reflexos negativos desta associação, principalmente em função dos objetivos conflitantes entre acionistas e governo (BERTRAND *et al.*, 2007; FAN *et al.*, 2007; BOUBAKRI *et al.*, 2008; LEUZ e OBERHOLZER-GEE, 2006; CHARUMILIND *et al.* 2006). Faccio (2010) afirma que, na média, pelos evidências empíricas já evidenciadas, os benefícios advindos das conexões excedem os custos.

A teoria de estratégia política corporativa fornece suporte para a formação de conexões políticas das empresas, com o intuito de aprimorar o valor da firma (HILLMAN, ZARDKOOHI e BIERMAN, 1999). Estudam-se as formas a qual como as firmas conectam-se ao governo, através dos conselhos de administração (ROBERTS, 1990; HILLMAN, 2005; FACCIO, 2006; GOLDMAN *et al.*, 2009), estrutura de propriedade (FISMAN, 2001; ANG & DING, 2006; FIRTH *et al.*, 2009; FACCIO, 2010), através de doações para campanha eleitoral (SAMUELS, 2001a,b,c; BANDEIRA-DE-MELLO & MARCON, 2005; CLAESSENS, FEIJEN & LAEVEN, 2008), através de Lobbying (SHAFFER, 1995; HILLMAN & HITT, 1999, HILLMAN, KEIM e SCHULER, 2004), e também por meio dos principais executivos (FAN *et al.*, 2007; FACCIO, 2006 e 2010, BOUBAKRI *et al.*, 2008).

Uma das formas utilizada para mensurar a conexão política das empresas é através dos mecanismos internos de governança corporativa, o Conselho de Administração (FACCIO, 2006; AGRAWAL e KNOEBER, 2001), principalmente analisando o reflexo de ex-políticos no Board (HILLMANN, 2005) e através da participação do governo como acionista, principalmente como minoritário. Para Faccio (2006) uma empresa é definida como conectada com um político se (pelo menos) um dos principais acionistas da empresa ou um de seus principais executivos é membro do parlamento, ministro ou o chefe de Estado, ou está intimamente relacionado com um político ou partido.

Com o foco direcionado à conexões políticas, via estrutura de propriedade (FIRTH *et al.*, 2009) admiti-se que o governo como proprietário tende a possuir objetivos diferentes das empresas privadas, sendo eles principalmente de cunho político ou social. A literatura teórica (HART *et al.*, 1997, SHLEIFER e VISHNY, 1994, THOMSEN e PEDERSEN, 2000; BOUBAKRI *et al.*, 2008) sugere que os governos tendem a dar especial atenção aos objetivos políticos, tais como geração de empregos, desenvolvimento de algumas regiões, segurança nacional, objetivos estes que podem ser negativamente relacionados com o desempenho financeiro, econômico e de mercado da empresa, focados principalmente no sucesso das eleições e uma longa permanência no poder.

Apesar da preponderância de trabalhos de estratégia política em economias desenvolvidas (ROBERTS, 1990; BERTRAND *et al.* 2007, GOLDMAN *et al.*, 2009), diversos países (BOUBAKRI *et al.*, 2008; FACCIO, 2010), os trabalhos em economias emergentes vêm merecendo destaque, na Malásia (JOHNSON E MITTON, 2003), Indonésia (LEUZ e OBERHOLZER-GEE, 2006), China (FAN *et al.* 2007; LI *et al.*, 2008); Brasil (SAMUELS 2001a, 2001b, 2001c, 2008; BANDEIRA-DE-MELLO e MARCON, 2005;

RAMALHO, 2007; BANDEIRA-DE-MELLO, MARCON e ALBERTON, 2008; CLAESSENS, FEIJEN e LAEVEN, 2008; LAZZARINI, 2011).

Considerando-se essas definições, o presente estudo adotou como conceito de conexões políticas, a existência, nos conselhos de administração das firmas brasileiras, de no mínimo um conselheiro que tivesse experiência profissional nas administrações públicas diretas e indiretas no governo brasileiro municipal, estadual ou federal e a participação do governo como acionista na estrutura de propriedade das firmas brasileiras, nos mesmos moldes do trabalho de Fan *et al.* (2007).

Buscou-se contribuir, em um primeiro momento, para a literatura de estratégia política, analisando o efeito de conexões políticas sobre o desempenho de mercado da firma (ROBERTS, 1990; HILLMAN, 2005; FISMAN, 2001; GOLDMAN *et al.*, 2009; FACCIO, 2006 e 2010) e, para a teoria de governança corporativa, mais especificamente através dos mecanismos internos de governança corporativa, o conselho e a estrutura de propriedade. Em um país emergente como o Brasil, ainda considerado com fraca estrutura legal (LAPORTA *et al.* 1998) estudos que investigam as conexões políticas dos conselhos de administração e da estrutura de propriedade das firmas e os efeitos na *performance* são fundamentais o que motivou a elaboração desta pesquisa.

Este artigo teve como objetivo analisar o efeito das conexões políticas das firmas, via conselho de administração e participação acionária do governo, no desempenho de mercado das firmas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA em três mandatos presidenciais.

Este artigo foi organizado de forma a apresentar inicialmente as teorias sustentaram a base para a formulação das hipóteses, a teoria de conexão política corporativa e a de Governança, mas especificamente do conselho de administração e da estrutura de propriedade. Em seguida, foram apresentados os aspectos metodológicos e os resultados do trabalho. E, para finalizar a discussão, a conclusão e as sugestões para novas pesquisas.

## ESTRATÉGIAS POLÍTICAS CORPORATIVAS

Conexões políticas são valiosas para as empresas em países com fraco sistema de proteção legal e elevado nível de corrupção (GOLDMAN *et al.*, 2009). As conexões permitem as firmas captar recursos com custos baixos, ter facilidade de acesso a mercados onde a regulamentação estatal é mais severa, ter o governo como cliente, enfim uma série de benefícios que levam a um retorno maior para as firmas conectadas. Para os que afirmam que os benefícios advindos da conexão não são superiores aos custos, a justificativa está principalmente no fato da interferência política no processo de decisão, já que os objetivos políticos geralmente são diferentes daqueles dos gestores (SHLEIFER e VISHNY, 1994), não visam a maximização dos resultados, mas sim o emprego, salários, desenvolvimento de uma região. A interferência política pode levar a uma alocação inadequada do capital ou a uma diversificação dos recursos sem se preocupar com uma aplicação eficiente das oportunidades de investimentos (MURPHY, SHLEIFER, E VISHNY 1991). Bertrand *et al.* (2007) constatam que as empresas francesas com ligações políticas apresentam lucros mais baixos devido a contas de salários mais elevados, revelando em sua análise uma correlação negativa entre o desempenho de uma empresa e de suas conexões de CEO's com políticos. Fan *et al.*, 2007 e Boubakri *et al.* (2008) mostraram que empresas recentemente privatizadas com conexões políticas apresentaram pior desempenho que as não conectadas. As firmas ligadas ao governo podem evitar captar recursos no exterior, pois tem facilidades de captação de recursos nos bancos locais, geralmente de propriedade do governo (LEUZ e OBERHOLZER-GEE, 2006; CHARUMILIND *et al.* 2006).

Independente da proxy utilizada para mensurar as conexões, seja as doações, membros políticos no conselho, participação acionária do governo, os trabalhos comumente citados

buscam medir o desempenho da firma que utiliza a estratégia política utilizando a metodologia de estudo de evento (MACKINLAY, 1997), utilizando como evento o período das eleições (FACCIO, 2006; JAYACHANDRAN, 2006; KNIGHT, 2007; CLAESSENS *et al.*, 2008; FERGUSON e VOTH, 2008), ou períodos de crises (JOHNSON e MITTON, 2003) para ver a solidez das empresas conectadas, ou mesmo informações sobre a saúde de um político influente no país (FISMAN, 2001; FACCIO e PARSLEY, 2009);

## GOVERNANÇA CORPORATIVA

A perspectiva teórica predominante nos estudos de governança corporativa é a Teoria da Agência (SHLEIFER e VISHNY, 1997), sendo as diferenças nos diversos países justificadas, principalmente, em termos da sua origem legal (LA PORTA *et al.*, 1998). A relação conflituosa entre os proprietários e os gerentes das empresas é também conhecida como o problema de agência (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA, 1980; EISENHARDT, 1989; PUTTERMAN, 1996). Os conflitos de agência oriundos da separação entre propriedade e gestão podem ser minimizados pelos mecanismos de governança, consequentemente, estes últimos afetam o desempenho das empresas.

Shleifer e Vishny (1997) definem Governança Corporativa como a maneira pelo qual os fornecedores de financiamento das empresas asseguram-se para obter um retorno sobre seu investimento. Frequentemente classificam-se os mecanismos de governança em internos e externos (DENIS e McCONNELL, 2003; GILLAN, 2006), onde no primeiro tem-se um dos instrumentos de controle mais importante, o conselho de administração (BAYSINGER e HOSKISSON, 1990) e a estrutura de propriedade e controle. Como mecanismos externos tem-se o mercado de aquisições e o sistema legal.

### Conselho de Administração

O principal papel do Conselho de administração é de monitorar para os acionistas, os quais elegem os membros (BEBCHUK e WEISBACH, 2010), porém desde Berle e Means (1932) nem sempre os interesses dos conselheiros são iguais a dos acionistas. Uma das soluções propostas é ter membros independentes nos conselhos, sendo que diversos códigos de governança recomendam a inclusão de conselheiros independentes e externos à companhia. Eles têm um papel importante nas empresas porque, ao exercerem funções de monitoramento, premiação e punição, podem alinhar o interesse dos agentes e dos acionistas e, com isso, contribuir para a solução do problema de agência (FAMA; JENSEN, 1983). Conselhos eficazes podem ser um elemento de vantagem competitiva ao influenciar o desempenho organizacional e ao criar valor por meio de boa governança (NICHOLSON e KIEL, 2004).

Se por um lado as funções determinam os papéis exercidos pelo conselho, o exercício dessas funções requer atribuições específicas que contribuirão para o desempenho da firma; são elas: sua composição, suas características, sua estrutura e seus processos de atuação (ZAHRA; PEARCE II, 1989; PEARCE II; ZAHRA, 1992). A composição está relacionada ao tamanho dos conselhos (LINCK; NETTERA; YANG, 2007) e aos tipos de conselheiros (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2009; MARTIN, 2009). As características estão relacionadas à formação e experiências profissionais dos conselheiros, sua independência para o trabalho nos conselhos, propriedade ou não de ações e outras variáveis que podem influenciar no desempenho das funções de conselheiro como, por exemplo, atuação em cargos públicos (AGRAWAL e KNOEBER, 2001; HELLAND e SYKUTA, 2003; HILLMAN, 2005; GOLDMAN *et al.*, 2009).

Conselhos eficazes requerem que seus conselheiros possuam conhecimentos funcionais específicos ou habilidades de relacionamento com redes externas para obtenção de

informações e solução de problemas (ANCONA e CALDWELL, 1988). As características dos conselheiros externos nos conselhos de administração têm sido investigadas na academia (ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009) revelando diversas habilidades dos membros: Banqueiros (BOOTH e DELI, 1996; BYRD e MIZRUCHI, 2005); capitalistas de risco (BAKER e GOMPERS, 2003); e conselheiros com conexões políticas (AGRAWAL e KNOEBER, 2001; GOLDMAN *et al.* 2009). Outros trabalhos relacionados com a participação de conselheiros externos (*outsiders*) podem ser verificados em Weisbach, (1988), Rosenstein e Wyatt (1990), Daily e Dalton (1994a, b), Klein (1998), Fich e Shivdasani (2006), Linck, Nettera e Yang (2007), Laux (2008), entre outros.

No Brasil, dentre os estudos sobre composição dos conselhos e os reflexos na governança destacam-se os trabalhos de Mellone Júnior e Saito (2004), e também por Mendes-da-Silva *et al.* (2006), Santos e Di Micelli da Silveira (2007), porém nenhum deles analisou a presença de ex-políticos no Conselho.

Quando os políticos participam dos conselhos de administração das firmas eles podem usar sua influência para obter tratamento especial dos bancos, em países como o Brasil, onde há a existência de bancos estatais fortes, pode-se obter taxas de juros subsidiadas em recursos de longo prazo. Com referência ao que vem sendo investigado por essa corrente teórica que se debruça sobre os relacionamentos políticos das firmas, se mostram crescentes os estudos empíricos que buscam capturar os efeitos de estratégias políticas — envolvendo membros do conselho de administração e/ou o *CEO* — na performance das firmas (AGRAWAL e KNOEBER, 2001; GOLDMAN *et al.*, 2009; LEUZ e OBERHOLZER-GEE, 2006; BERTRAND *et al.*, 2007; FAN *et al.*, 2007; BOUBAKRI *et al.*, 2008; LI *et al.*, 2008).

Por exemplo, o conselheiro com experiência política pode contribuir para a abertura de mercados estrangeiros protegidos, atuando na representação dos interesses de certas firmas reguladas junto a agências de regulação, podem usar sua habilidade para influenciar ou talvez afetar as ações do governo (AGRAWAL e KNOEBER, 2001). Firms mais dependente de rendas do governo tendem a ter conexões políticas mais intensas (HILLMAN e KEIM, 1995; FISMAN, 2001) e possuem maior número de membros no conselho de administração com *background* político (AGRAWAL e KNOEBER, 2001). Firms com ligações dessa natureza podem obter certos favorecimentos em períodos de crise (JOHNSON e MITTON, 2003). O vínculo partidário dos conselheiros influencia no valor das firmas, especialmente no período pós-eleições, cujo impacto é mais intenso quando do anúncio em organizações de maior porte (GOLDMAN *et al.*, 2009).

Bourbakri *et al.* (2008) ao investigar uma amostra de 245 firmas recentemente privatizadas de diversos países, encontrou que 87 delas tinham um político ou ex-político no seu Board e que apresentavam uma performance contábil inferior a daquelas sem conexão política. Observa-se em países onde as empresas foram privatizadas que o governo busca manter o controle de forma direta ou indireta nestas empresas, particularmente através de conexões políticas (BOUBAKRI *et al.*, 2008).

Agrawal e Knoeber (2001), ao analisarem empresas manufatureiras americanas constataram que aquelas com forte interesse político, como empresas que vendem para o governo, exportam e lobbying são as que mais possuem conselheiros com experiência política, para lidar com os burocratas. Os benefícios advindos da presença de políticos no Board podem ser maiores para aquelas firmas que operam em ambientes regulados (HILLMANN, 2005).

### **Estrutura de Propriedade**

Pesquisas empíricas provam que a participação do governo na estrutura de propriedade produz resultados diversos. De um lado, alguns estudos encontraram um efeito negativo entre a propriedade majoritária estatal o desempenho econômico financeiro (THOMSEN e

PEDERSEN, 2000; PEDERSEN e THOMSEN, 2003; LI, YUE e ZHAO, 2009; NG, YUCE e CHEN, 2009). De outro lado, pesquisa que atestam os benefícios da propriedade compartilhada com o governo, relatando relação positiva com o desempenho da firma (ANG e DING, 2006; CHEN, FIRTH & XU, 2008). E em uma terceira visão que sugere que o desempenho da empresa esta relacionado à porcentagem de participação do governo na estrutura de propriedade, sendo ela negativa em altos níveis de participação governamental e positiva em níveis minoritários (CHHIBBER e MAJUMDAR, 1998; WU, 2010).

No Brasil, a estrutura de propriedade vem sido estudada já há algum tempo (SIQUEIRA, 1998; OKIMURA, 2003; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; CAMPOS, 2006; DAMI, ROGERS & RIBEIRO, 2007; OKIMURA, SILVEIRA e ROCHA, 2007; LAZZARINI & MUSACCHIO, 2010). Porém sempre voltada à concentração ou dispersão acionária e pouco estudada a partir da tipologia dos seus acionistas (THOMSEN e PEDERSEN, 200 e 2003; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004), mais especificamente quando o acionista é o governo (WU, 2010; LAZZARINI e MUSSACHIO, 2010).

Em uma empresa conectada politicamente por meio de sua estrutura de propriedade, seus objetivos variam de acordo com a participação do governo sendo majoritária ou minoritária. Segundo Wu (2010) existe uma relação curvilínea entre empresas com participação do governo e o valor da empresa, onde os benefícios angariados a partir da conexão com o governo prevalecem enquanto forem baixos os níveis de participação estatal, devido à confiança dos investidores em detrimento da incerteza institucional e gerencial, porém em níveis altos de participação estatal os riscos de interferência política enfraquece o valor da empresa. Corroborando com isso, Thomsen e Pedersen (2000) afirmam que empresas nas quais o acionista majoritário é o governo (empresas estatais) perdem em eficiência e por fim em sua eficácia do desempenho econômico financeiro, devido aos seus objetivos ser principalmente de âmbito social e político (SHLEIFER e VISHNY, 1994; BOUBAKRI et al, 2008). Shleifer e Vishny (1994) alegam que o governo como proprietário é frequentemente associado a buscar objetivos políticos as custas dos demais stakeholders da firma, e consequentemente, interferem negativamente na performance da mesma (DEWENTER e MALATESTA, 2001).

A partir do que foi exposto e considerando que em países emergentes, com fracas instituições legais, as firmas com conexão política apresentam um desempenho superior, quando medida pela atuação do Conselho de Administração, quando considerado a participação acionária do governo o mesmo não é observado, pois nestes casos há um conflito entre os objetivos dos acionistas e o governo.

A experiência política de membros do conselho de administração da empresa, além de permitir que as firmas tenham acesso fácil as informações, mostra a presença de um membro independente, na maioria dos casos, o que contribui para a boa governança da empresa, fazendo com que o mercado valorize o preço de suas ações (HILLMANN, 2005; FISMAN, 2001, ROBERTS, 1990; GOLDMAN *et al.*, 2009). A partir das considerações ressaltadas acima, estipulou-se a primeira hipótese a ser testada no artigo:

H1 – Firms que possuem membro com experiência política no conselho apresentam uma relação positiva com seu desempenho no mercado

Já as firmas com participação acionária do governo são negativamente associadas com sua performance, em função dos objetivos sociais destes e dos problemas de governança (SHLEIFER e VISHNY, 1994; KHWAJA e MIAN, 2005; FAN *et al.*, 2007; LI *et al.*, 2009), onde a segunda hipótese do artigo foi estipulada:

H2 – Firmas que possuem o governo como acionista na sua estrutura de propriedade apresentam uma relação negativa com seu desempenho no mercado.

A duas hipóteses acima, conduziram a terceira hipótese, pois em mercados emergentes como o Brasil, acredita-se que os investidores rejeitam mais a participação do governo como acionista do que apreciam os conselheiros com experiência política. A percepção de que o governo possa interferir nos objetivos de maximização de resultados da empresa tem um efeito muito forte no comportamento do mercado de ações.

H3 – Firmas que possuem membro com experiência política no conselho e tem a participação do governo como acionista apresentam uma relação negativa com o seu desempenho no mercado, pois o governo como acionista retira o efeito positivo do Conselho.

## ASPECTOS METODOLÓGICOS

Para atenuar a limitação de dados disponíveis, este artigo utilizou somente empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, em função da confiabilidade e disponibilidade dos dados. A disponibilidade de dados confiáveis para pesquisas em economias emergentes é sempre problemática e desafiadora para os pesquisadores (HOSKISSON *et al.*, 2000). Para a realização da pesquisa, foram utilizadas múltiplas fontes de dados secundários, do Economática®, das informações do Relatório de Informações Anuais (IAN), disponíveis na Comissão de Valores Imobiliários (CVM) e na BM&FBOVESPA e do jornal Valor (os maiores Grupos), do site do Tribunal Superior Eleitoral. Os dados foram coletados com o objetivo de englobar três períodos eleitorais: o segundo mandato presidencial de Fernando Henrique Cardoso (1999-2002), o primeiro (2003-2006) e segundo mandato (2007-2009) do presidente Lula. Buscou-se categorizar os dados em três principais variáveis de estudo: as conexões políticas da firma e as variáveis de performance de mercado e as tradicionalmente utilizadas como controle.

A amostra de firmas analisadas e seus respectivos indicadores econômico, financeiros e de mercado foram coletadas do Economática® e partiu-se de uma população inicial de 355 firmas listadas e ativas no ano de 1998, sendo que somente as empresas não-financeiras foram consideradas. Para que os dados fossem analisados a empresa deveria apresentar pelo menos dois dados de cada variável durante os quatro anos do respectivo mandato presidencial, sendo que em cada mandato tinha-se um número diferente de firmas. Desta forma, teve-se um painel com 16 setores, três eleições e uma total de 778 observações.

Das 778 observações iniciais, algumas empresas desapareceram, em função de falências, fusões e aquisições, finalizando com 548 observações. Com o intuito de controlar os vies de seleção, em função de dados omitidos, foi feita uma regressão probit em painel, com dois preditores, o Patrimônio Líquido e o Log das Receitas. A primeira em função de algumas firmas acumularem prejuízos frequentes, levando a um valor negativo de Patrimônio Líquido e a segunda para controle do tamanho da firma. A regressão probit gerou o coeficiente Mills que foi utilizado nas regressões principais. Para obter os efeitos fixos estimados, foi utilizado o STATA (comando xtreg,fe). Preferiu-se esta estimação em função do limitado número de observações por firma.

Como variável dependente de performance optou-se pelo Q de Tobin, pois é um indicador comumente utilizado como medida de valor corporativo, segundo Morck, Shleifer & Vishny (1988), pode-se supor que tal indicador reflita o valor agregado de fatores intangíveis, como a qualidade da governança corporativa da empresa. Foi calculado o Q de Tobin anualmente, considerando os 4 anos após a eleição.

Para o conjunto de dados que mensuram conexão política utilizou-se a presença no Conselho de administração de algum membro com experiência política e a participação do governo na estrutura de propriedade da firma. Como conexões políticas definiu-se a relação entre empresa e conselheiros com experiência política nas esferas municipal, estadual e federal, para três poderes do Estado, ou seja, legislativo, executivo e judiciário. Para determinar a presença de conexões políticas nas empresas reguladas, examinaram-se os currículos dos Conselhos de Administração das empresas reguladas anexos as informações anuais (IAN). Em primeiro lugar, verificou-se a formação dos Conselhos de Administração separando os conselheiros pelos tipos de conselheiros (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2009; MARTIN, 2009) classificando-os em: independentes, empregados, com formação em ciências jurídicas (advogados), representantes das empresas ou da diretoria e representantes dos acionistas ou demais interessados. Na sequência, foram analisados os currículos de cada conselheiro, separando aqueles que tinham experiência política e distribuindo-os em variáveis que representavam a experiência na administração direta, indireta e eletiva. Uma medida categórica simples foi utilizada, 1 para firmas que possuíam pelo menos um membro no Conselho com experiência política durante no mínimo dois anos do período analisado.

Outra variável de conexão política analisada no presente artigo foi a participação do governo na estrutura de propriedade das empresas. Foram verificados se o governo possuía algum tipo de participação acionária nas empresas, seja de forma direta ou através do BNDES, ou dos fundos de pensão de empresas estatais como PREVI, FUNCEF. Aqui também utilizou uma variável dicotômica. Os dados foram coletados no Economática e também das informações disponíveis na CVM e BM&FBOVESPA.

Nas variáveis de controle, foram utilizadas aquelas que usualmente afetam o Q de Tobin. O primeiro conjunto é composto de variáveis contínuas: tamanho da firma, Retorno operacional, a rentabilidade do capital próprio. As variáveis contínuas foram centradas para a indústria nos quatro anos do período. O segundo conjunto de controle é formado por variáveis dicotômicas. Firms que tem acesso a captação de recursos no exterior tendem a reduzir o seu custo de capital e, conseqüentemente ter suas ações valorizadas. Esta pesquisa utilizou também como controle variáveis objetivas e diretas de conexão política, as doações para campanha das firmas, neste artigo considerada como uma variável binária, onde 1 significou que a firma doou para algum candidato naquele período eleitoral, estes dados foram coletados junto ao site do Tribunal Superior Eleitoral. Outra variável utilizada foi a participação da firma em um grande grupo econômico, onde os dados foram coletados no Jornal Valor Economico que disponibiliza a lista dos maiores grupos e das empresas que fazem parte.

A Figura 1 mostra as definições operacionais de cada variável utilizada no presente artigo.

Variável	Definição Operacional
Conexões Políticas	Foi medida por duas variáveis: a participação no conselho da empresa de algum ex-político em pelo menos dois anos do mandato considerado; e pela participação do governo no capital acionário da empresa, seja de maneira direta ou indireta.
Tamanho da Firma (lag)	Variável de controle comumente usada. É o log da média anual do total de ativos, considerando considerando os 4 anos do mandato. Os dados estão em milhares de US Dollars.
Rentabilidade Operacional (lag)	É a divisão do EBIT pelo total de ativos. É a média anual, considerando 4 anos antes do mandato.
Doações	Foi considerado 1 se a firma doou na eleição para algum candidato e 0 se não doou.



Grupo	Se a empresa é ou participa de algum grande grupo econômico adotou-se 1 e o contrário 0.
Capital Estrangeiro	Foi considerado 1 se a empresa possuía em sua estrutura de propriedade algum sócio estrangeiro, 0 caso não possuísse.
ADR	Foi considerado 1 se a empresas possui ADR's de qualquer tipo, 0 caso não possuísse.
ROE (lag)	É a divisão do Lucro Líquido pelo capital próprio. É a média anual, considerando 4 anos antes do mandato.

Figura 1 – Definições operacionais das variáveis

## ANALISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 1 mostra os resultados da estatística descritiva e da matriz de correlação. Apesar do fato que as observações não são randômicos, mas agrupadas em firmas, os dados descritivos podem mostram padrões relevantes.

**TABELA 1- Estatística Descritiva e Matriz de Correlação**

Variável	Média	DP	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. Q de Tobin	1,23	0,63									
2. Conexão do Board	0,52	0,49	<b>0,17</b>								
3. Doação	0,28	0,45	0,07	0,07							
4. Participação do Gov	0,36	0,48	-0,01	<b>0,35</b>	0,01						
5. Capital Estrangeiro	0,23	0,42	0,05	<b>0,19</b>	0,06	<b>0,25</b>					
6. ADR	0,25	0,43	0,04	<b>0,22</b>	0,07	<b>0,31</b>	<b>0,22</b>				
7. CAPEX/AT (lag)	0,07	0,05	-0,03	-0,08	0,04	-0,04	-0,04	0,03			
8. ROE (lag)	0,36	0,17	0,09	<b>0,13</b>	<b>0,12</b>	0,05	<b>0,11</b>	<b>0,17</b>	0,08		
9. Ativo Total (lag)	1863	6231	-0,02	<b>0,20</b>	<b>0,16</b>	<b>0,23</b>	<b>0,14</b>	<b>0,53</b>	<b>0,12</b>	<b>0,15</b>	
10. Retorno Oper (lag)	0,05	0,06	0,11	<b>0,19</b>	<b>0,28</b>	0,02	<b>0,16</b>	<b>0,13</b>	0,10	<b>0,67</b>	<b>0,13</b>

As correlações significativas a 1% estão em negrito e itálico.

Foram utilizados seis diferentes modelos para testar as três hipóteses. A tabela 2 mostra os efeitos estimados.

**TABELA 2 – Estimativas para o Q de Tobin das regressões ajustadas para o viés de seleção e endogeneidade<sup>a</sup>**

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Conexão do Conselho	0,16*	0,14+	0,18*	0,22**	0,24*	0,25*
	0,07	0,86	0,07	0,08	0,11	0,12
Doação	-0,11	-0,80	-0,07	-0,11+	-0,67	-0,03
	0,07	0,05	0,05	0,06	0,07	0,10
Participação do Governo	-0,07	-0,11+	0,06	0,09	0,11	0,11
	0,79	0,06	0,10	0,12	0,16	0,16
Capital Estrangeiro	0,00	0,13	-0,00	-0,00	0,02	0,02
	0,04	0,05	0,05	0,06	0,07	0,07
Grupos		0,11	0,06			
		0,11	0,09			
Grupo x Con. Conselho		-0,56				
		0,11				
Part. Gov x Con. Conselho			-0,24*	-0,21	-0,26	-0,25
			0,11	0,13	0,17	0,17
Con. Conselho x Ativo Total					0,01	0,01
					0,06	0,06

Doações x Con. Conselho						-0,04 0,12
ADR	-0,80 0,71	0,01 0,09	0,02 0,09	-0,08 0,19		
CAPEX/AT (lag)	0,35 0,54	0,12 0,54	0,19 0,56	0,36 0,65		
ROE (lag)	0,27 0,22		0,22 0,17	0,23 0,19	0,14 0,18	0,15 0,18
Ativo Total (lag)	-0,21** 0,06	-0,06+ 0,03	-0,06+ 0,03	-0,20** 0,06	-0,14 0,10	-0,14 0,10
Retorno Operacional (lag)	-0,41 0,65	0,03 0,38	-0,18 0,50	-0,28 0,56		
N	439	449	439	439	453	453
R <sup>2</sup>	0,45	0,43	0,44	0,46	0,29	0,30
F	13,20					
Wald		169,06	174,09	419,33	235,77	234,95

<sup>a</sup> O erro-padrão esta abaixo de cada variável. Os coeficientes para a constante, efeitos e os coeficientes Mills estão incluídos em todos os modelos, mas omitidos na tabela.

+  $p < .10$

\*  $p < .05$

\*\*  $p < .01$

\*\*\*  $p < .001$

Destaca-se que no modelo 1 a regressão é de efeitos fixos, nos modelos 2 e 3, a regressão é de efeitos aleatórios e a variável conexão do governo esta instrumentalizada pela dívida bruta no período anterior para atenuar problemas de endogeneidade. Nos modelos 4, 5 e 6, a regressão é de efeitos fixos e a variável conexão do governo está instrumentatizada pela dívida bruta no período anterior para atenuar problemas de endogeneidade forte.

No modelo 1, o único coeficiente significativo foi a conexão do conselho e o tamanho da firma, sendo que no primeiro caso o fato da empresa possuir em seu conselho algum membro com experiência política é positivamente relacionado com o aumento do Q de Tobin, e estatisticamente significativa. Destaca-se que a variável participação do governo apresentou sinal negativo, mostrando uma relação inversa com o desempenho de mercado da empresa, apesar de não ser significativa. As doações para políticos mostraram não trazer contribuição para os melhores resultados da firma. No modelo 2, são introduzidas novas variáveis e também interações. A variável grupo não mostrou nenhuma relação significativa e também sua interação com a conexão do conselho não contribuiu para resultados mais significativos. O que pode-se constatar neste modelo é que as empresas conectadas via conselhos de administração e que não fazem parte de grandes grupos apresentam uma relação positiva e significativa com o Q de Tobin, reforçando a primeira hipótese deste trabalho.

No modelo 3, adicionou-se a variável interação entre a conexão do conselho com a participação acionária do governo nas empresas, e os resultados mostram um coeficiente negativo e significativo, levando a suposição de que o governo como acionista retira o efeito positivo do Conselho sobre a performance de mercado da empresa. Como já ressaltado acima, no modelo 4 a regressão com efeitos fixos, mantém os resultados já explorados, ou seja, a conexão política via conselho de administração da firma continua com um efeito positivo e significativo sobre o Q de Tobin, já a participação acionária do governo não apresenta significância e o efeito é contrário. A interação entre estas duas variáveis não apresentou resultados significativos, porém com sinal negativo, o que mostra novamente que a participação acionária retira o efeito dos ex-políticos no Conselho.

Neste artigo, buscou-se também verificar se os resultados mudariam em função do tamanho das firmas, em função disso, no modelo 5, foi adicionado a interação do total de ativos com a conexão do conselho. Firms com conselheiros políticos apresentam uma relação

positiva e significativa com o desempenho de mercado da empresa, que não varia com o tamanho, empresas com tamanho médio também tem um Q de Tobin maior. Para finalizar, no modelo 6, verificou-se a robustez dos resultados, onde pode-se constatar que empresas conectadas de tamanho médio, sem participação do governo e que não doou, apresentaram uma relação positiva e significativa com o Q de Tobin.

Os resultados encontrados nesta pesquisa mostraram fortes evidências das hipóteses 1 e 3 propostas. Os resultados positivos e significativos da conexão do conselho corroboram com resultados já encontrados por Hillmann, 2005; Fisman, 2001, Roberts, 1990; Goldman *et al.*, 2009. Sendo que a participação do governo na firma não é aceita pelos investidores, em função dos objetivos sociais destes e dos problemas de governança (SHLEIFER e VISHNY, 1994; KHWAJA e MIAN, 2005; FAN *et al.*, 2007; LI *et al.*, 2009), porém apesar dos resultados indicarem neste sentido, não houve significância estatística para confirmar a segunda hipótese testada.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o objetivo de analisar o efeito das conexões políticas das firmas, via conselho de administração e participação acionária do governo, no desempenho de mercado das firmas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA em três mandatos presidenciais esta pesquisa pretendeu contribuir, em um primeiro momento, para a literatura de estratégia política, analisando o efeito de conexões políticas sobre o desempenho de mercado da firma e para a teoria de governança corporativa, mais especificamente através dos mecanismos internos de governança corporativa, o conselho e a estrutura de propriedade.

Os resultados encontrados permitiram concluir que no mercado brasileiro, empresas que possuem algum conselheiro com experiência política apresentaram um resultado positivo, mensurado pelo Q de Tobin. Já o governo como acionista parece não ter um reflexo positivo no mercado, mas sim negativo, apesar de não ser significativo. Quando fez-se uma interação entre as duas variáveis obteve-se também um resultado significativo, porém negativo, mostrando que o efeito da participação acionária do governo reduz o efeito positivo da experiência política do conselheiro.

O artigo apresenta limitações que poderão ser superadas em trabalhos futuros como a inserção do ano de 2010, que também fez parte do segundo mandato do presidente Lula, mas que em função da disponibilidade dos dados não foi possível inserir. Sugere-se em trabalhos futuros analisar se o CEO é conectado, já que em muitas empresas ele também faz parte do conselho.

## REFERENCIAS

- ADAMS, R. B. HERMALIN, B. E., WEISBACH, M. S. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: a conceptual framework & survey. *Social Science Research Network electronic library* at: <http://ssrn.com>. Acesso em: 6 de junho de 2009. v. 9, abril, 2009.
- AGRAWAL, A., KNOEBER, C.R. Do Some Outside Directors Play a Political Role? *Journal of Law and Economics*, v. 44, n.1, p.179-198, 2001.
- ANCONA, D.; CALDWELL, D. Beyond task and maintenance: Defining external functions in groups. *Group & Organization Management* [S.I.], v. 13, n. 4, p. 468, 1988.

- ANG, J. S; DING, D. K; Government ownership and the performance of government-linked companies: The case of Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 2006. Vol.16, p.64–88.
- BAKER, M.; GOMPERS, P. A. The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering. *Journal of Law and Economics*. v. 46 (2), p. 569–597, 2003.
- BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Unpacking firm effects: modeling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments. *Brazilian Administration Review*, v. 2, n. 1, p. 21-37, 2005.
- BANDEIRA-DE-MELLO; R., MARCON, R.; ALBERTON, A. Drivers discretionary firm donations in Brazil. *Brazilian Administration Review*, v. 5, n. 4, p. 275-288, 2008.
- BAYSINGER, B.; HOSKISSON, R. E. The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy. *Academy of Management Review*, v. 15, n. 1, p.72-87, 1990.
- BEBCHUK, LUCIAN A.; WEISBACH, MICHAEL S. *The State of Corporate Governance Research, NBER Chapters*, in: Corporate Governance National Bureau of Economic Research, Inc., 2010.
- BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York:MCMILLAN, 1932.
- BERTRAND, M.; KRAMARZ, F.; SCHOAR, A.; THESMAR, D. *Politicians, firms and the political business cycle: evidence from France*. Working Paper, MIT Sloan, University of Chicago, 2007.
- BOOTH, J.; DELI, D. N. Factors Affecting the Number of Outside Directorships Held by CEOs. *Journal of Financial Economics*. v. 40 (1), p. 81–104, 1996.
- BOUBAKRI, N., COSSET, J.C., SAFFAR, W. Political Connections of Newly Privatized Firms. *Journal of Corporate Finance* 14, p.654-673, 2008.
- BYRD, D. T.; MIZRUCHI, M. S. Bankers on the Board and the Debt Ratio of Firms. *Journal of Corporate Finance*. v. 11 (1–2), p. 129–173, 2005.
- CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *R.Adm.*, São Paulo, v.41, n.4, p.369-380, out./nov./dez. 2006
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *R.Adm.*, São Paulo, v.39, n.4, p.348-361, out./nov./dez. 2004.
- CHARUMILIND, C.; KALI, R.; WIWATTANAKANTANG, Y. Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis. *Journal of Business*, v. 79, n.1, p181-217, Jan2006.
- CHEN G; FIRTH M; XU L. Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies. *Journal of Banking & Finance*, 2009. Vol.33, p.171–181.

- CHHIBBER, P; MAJUMDAR, S. K. State as Investor and State as Owner: Consequences for Firm Performance in India. *Economic Development and Cultural Change*, 1998. Vol. 46, nº3, p.561-580.
- CLAESSENS, S.; FEIJEN, E.; LAEVEN, L. Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, v. 88, p. 554-580, 2008.
- DAMI, A. B. T; ROGERS, P; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, jul/dez/2007. Vol.5 - Nº 2. p.21-30.
- DENIS, D. K.; McCONNELL, J. International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, n. 1, p. 1-36, 2003.
- DEWENTER, K. L.; MALATESTA, P. H. State-owned and privately owned firms: an empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity. *The American Economic Review*, 91(1), p.320 – 34, 2001.
- EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management*, v. 14, n. 1, p. 57-74, jan. 1989.
- FACCIO, M. Differences between Politically Connected and Nonconnected Firms: A Cross-Country Analysis. *Financial Management*, v. 39, n. 3, p. 905–928, Autumn 2010.
- FACCIO, M. Politically connected firms. *American Economic Review* 96, n. 1, p. 369-386, 2006.
- FACCIO, M., PARSLEY, D.C. Sudden deaths: taking stock of geographic ties. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, p.683-718, 2009.
- FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, v. 88, p. 288-307, 1980.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. *Journal of Law Economics*, v. 26, p. 301-305, 1983.
- FAN, J. H.; WONG, T. J.; ZHANG, T. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPI performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, v. 84, p. 330-357, 2007.
- FERGUSON T.; VOTH H-J. Betting on Hitler – The value of political connections in Nazi Germany. *Quarterly Journal of Economics*, 123, n. 1, p. 101-37, 2008.
- FICH, E. M.; SHIVDASANI, A. Are Busy Boards Effective Monitors? *Journal of Finance*, v. 61 (2), p. 689–724, 2006.
- FIRTH, M; LIN, C; LIU, P; WONG, S. M.L. Inside the black box: Bank credit allocation in China's private sector. *Journal of Banking & Finance*, v.33, 2009, p.1144–1155.
- FISMAN, R. Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, v. 4, n. 91, p. 1095-1102, 2001.

- GILLAN, S. Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of Corporate Finance*, v. 12, p. 381-402, jan., 2006.
- GOLDMAN, E.; ROCHOLL, J.; SO, J. Do politically connected boards affect firm Value. *Review of Financial Studies*, 22, p. 2331-2360, 2009.
- HART, O; SHLEIFER, A; VISHNY, R. W. The Proper Scope of Government: Theory and an Application to Prisons. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol.112, 1997, p.1127–1161.
- HELLAND, E.; SYKUTA, M. Regulation and the Evolution of Corporate Boards: monitoring, advising, or window dressing? CORI- University of Missouri. *SSRN- Social Science Research Network electronic library* at: <http://ssrn.com>. Acesso em: 6 de julho de 2009. July, 2003.
- HILLMAN, A. J. Politicians on the board of directors: do connections affect the bottom line? *Journal of Management*, v. 31, n. 3, p. 464-481, 2005.
- HILLMAN, A. J.; HITT, M. A. Corporate political strategy formulation: a model of approach, participation, and strategy decisions. *Academy of Management Review*, v. 24, n. 4, p. 825-842, 1999.
- HILLMAN, A. J.; KEIM, G. International variation in the business-government interface: institutional and organizational considerations. *Academy of Management Review*, v. 20, n. 1, p. 193-214, 1995.
- HILLMAN, A. J.; ZARDKOOHI, A.; Bierman, L. Corporate political strategies and firm performance: indications of firm-performance. *Strategic Management Journal*. v. 20, n. 1, p. 67-81, 1999.
- HILLMAN, A., KEIM, G., & SCHULER, D. 2004. Corporate political activity: a review and research agenda. *Journal of Management*, 30(6): 837-857.
- HONGBIN, L., LINGSHENG, M., WANG, Q., ZHOU L. Political connections, financing and firm performance: evidence from Chinese private firms. *Journal of Development Economics*, 87, p. 283-99, 2008.
- HOSKISSON, R., EDEN, L., LAU, C., & WRIGHT, M. 2000. Strategy in emerging economies. *Academy of Management Journal*, 43: 249-267.
- JAYACHANDRAN, S. The Jeffords Effect. *Journal of Law and Economics*, v. 49, p. 397-425, 2006.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JOHNSON, S.; MITTON, T. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics*, v. 67, p. 351-382, 2003.
- KHWAJA, A.I.; MIAN, A. Do lenders favor politically connected firms? rent-seeking in an emerging financial market. *Quarterly Journal of Economics* 120, P.1371-1411, 2005.

KLEIN, A. Affiliated Directors: Puppets of Management or Effective Directors? New York University, *Center for Law and Business*, Working Paper n. 98-010. <http://ssrn.com/abstract=10569>, Acesso em: 20 julho 2009, 1998.

LAPORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106, p. 1113-55, 1998.

LAUX, V. Board Independence and CEO Turnover. *Journal of Accounting Research*. v. 46, p. 137–171, 2008.

LAZZARINI, S. G. *Capitalismo de laços: Os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LAZZARINI, S. G; MUSACCHIO, A; Leviathan as a Minority Shareholder: A Study of Equity Purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995-2003. (in press)

LEUZ, C.; OBERHOLZER-GEE, F. Political relationships, global financing, and corporate transparency: evidence from Indonésia. *Journal of Financial Economics*, v. 81, p. 411-439, 2006.

LI, H., MENG, L.; WANG, Q.; ZHOU, L. A. Political connections, financing and firm performance: evidence from chinese private firms. *Journal of Development Economics*, v. 87, p. 283-299, 2008.

LI, K; YUE, H; ZHAO, L; Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 37, July 2009, 471–490.

LINCK, J. S.; NETTERA, J. M.; YANG, T. The Determinants of Board Structure. *SSRN-Social Science Research Network electronic library*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=729935>. Acesso em: 6 de jul. 2009. March, 2007.

MACKINLAY, A. C. Event-studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 1997, XXXV, p. 13-39.

MAHON, J. F.; MURRAY, E. A. Jr. Strategic planning for regulated companies. *Strategic Management Journal*, v. 2, n. 3, p. 251-262, 1981.

MARTIN, H. *A Nova Governança Corporativa: ferramentas bem-sucedidas para conselho de Administração*. São Paulo: Ed. Saint Paul, 2009.

MELLONE JUNIOR, G.; SAITO, R. Monitoramento interno e desempenho da empresa: determinantes de substituição de executivos em empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração (Rausp)*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 385-397, out./dez. 2004. Disponível em: <[http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num\\_artigo=1137](http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1137)>. Acesso em: 10 maio 2008.

MENDES-DA-SILVA, W.; MORAES, W. F. A.; ROCHA, P. G. Punidos por baixo desempenho: impactos da governança corporativa sobre o turnover de executivos no Brasil. *Revista O & S*, n. 36, 2006.

MORCK, R; SHLEIFER, A; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v.20, p.293-315, 1988.

MURPHY, K. M., SHLEIFER A., VISHNY, R. The allocation of talent: implications for growth. *Quarterly Journal of Economics*, v.106, n. 2, p. 503-530, 1991.

NG, A; YUCE, A; CHEN, E. Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China's privatized firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2009. Vol.17, p.413–443.

NICHOLSON, G. J.; KIEL, G. C.A Framework for Diagnosing Board Effectiveness. *Corporate Governance*, v. 12, n. 4, p. 442-460, 2004.

OKIMURA, R. T. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. 2003, 132p. Dissertação de Mestrado , São Paulo, FEA/USP, 2003.

OKIMURA, R. T; SILVEIRA, A. M; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, Jan./Abr. 2007.

PEARCE II, J. A.; ZAHRA, S. A. Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, v. 29, n. 4, p. 411- 438, 1992.

PEDERSEN, T; THOMSEN, S. Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The Importance of Owner Identity. *Journal of Management and Governance*, 2003. Vol.7, p.27–55.

PUTTERMAN, L. *Why have the Rabble not Redistributed the Wealth? On the Stability of Democracy and Unequal Property* in: *Property Relations, Incentives and Welfare*, John Roemer (ed), London: MacMillan, 1996.

RAMALHO, R. *The persistence of corruption: evidence from the 1992 presidential impeachment in Brazil*. The World Bank, Disponível em: <<http://corruptionresearchnetwork.org>> 2007, Acesso em: 12/04/2009.

ROBERTS, B. E. A dead senator tells no lies: seniority and the distribution of federal benefits. *American Journal of Political Science*, v. 34, p. 31-58, 1990.

ROSENSTEIN, S.; WYATT, J. Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*. v. 26, p. 175-84, 1990.

SAMUELS, D. J. Incumbents and challengers on a level playing field: assessing the impact of campaign finance in Brazil. *The Journal of Politics*, v. 63, n. 2, p. 569-584, 2001a.

SAMUELS, D. J. Money, elections, and democracy in Brazil. *Latin American Politics and Society*, v. 43, n. 2, p. 27-48, 2001b.

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, 2001c.

SAMUELS, D. J. Political ambition, candidate recruitment, and legislative politics in Brazil. In: SIAVELIS, P. M.; MORGENSTERN, Scott (Eds.). *Pathways to power: political recruitment and candidate selection in Latin America*. Disponível em: <<http://www.wfu.edu/politics/conference/pub/Chapter%201%20Introduction.pdf>> Acesso em: 15/12/2008.



SANTOS, R. L.; DI MICELI DA SILVEIRA, A. Board Interlocking no Brasil: participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 5, n. 2, 2007.

SHAFFER, B. Firm level responses to government regulation: Theory and research approaches. *Journal of Management*, v. 21, p. 495-514, 1995.

SHLEIFER, A. VISHNY, R. W. Politicians and Firms, *Quarterly Journal of Economics* 109, 995-1025, 1994.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, p. 737-783, 1997.

SIQUEIRA, T. V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, v. 5, nº 10, p.37-62, dez. 1998.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economic performance in the largest european companies. *Strategic Management Journal*, v. 21, p. 689-705, 2000.

WEISBACH, M. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 431-460, 1988.

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

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