

## CONEXÕES POLÍTICAS E DESEMPENHO DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBovespa: Análise sob a ótica da governança e da dependência de recursos

**Autoria:** Sílvio Parodi Oliveira Camilo, Rosilene Marcon, Rodrigo Bandeira-de-Mello

### RESUMO

Este estudo apresenta uma pesquisa que pretende contribuir para a disseminação dos estudos organizacionais que aliam governança e performance das corporações. Investigar as diferenças de performance das firmas tem sido prática constante, notadamente nos campos da contabilidade, finanças e estratégias. A governança das corporações, por meio de seus mecanismos, orienta os tomadores de decisões sobre a forma como a firma deve ser administrada para atingir um desempenho superior. Este trabalho adota a ótica da teoria da dependência de recursos para investigar as conexões políticas das firmas, associando as relações da administração (conselho de administração e executivos) ao desempenho. Firms buscam estreitar certos vínculos com o ambiente para extrair e preservar recursos essenciais ao seu valor (HILLMAN; KEIM, 1995; AGRAWAL; KNOEBER, 2001; FISMAN, 2001; JONHSON; MITTON, 2003). A interdependência da organização com o ambiente externo afeta a autonomia e estabelece incerteza em relação ao futuro, impondo necessidades distintas e diferentes estratégias entre as firmas (PFEFFER, 1972; BAZERMAN; SCHOORMAN, 1983; PFEFFER; SALANCIK, 2003). Considerando que as ações políticas das firmas são instrumentalizadas por mecanismos internos de governança, torna-se importante investigar as implicações das decisões dessas estruturas e o papel político influente na performance. Há um corpo teórico que investiga as ligações sociais das firmas por intermédio dos administradores, entendidos como membros do conselho de administração e executivos. Podem ser citados os estudos de Johnson, Daily e Ellstrand (1996), Westphal (1999) e Lynall, Golden e Hillman (2003). A literatura sobre a governança política das firmas e os efeitos na performance, embora reúna uma série de trabalhos sobre o tema, reivindica novas contribuições. Por meio do delineamento dos construtos e *proxies*, o trabalho apresenta um estudo longitudinal compreendendo o período de análise de 1998 a 2009. De acordo com o propósito da pesquisa, o período de abrangência foi estabelecido de acordo com os mandatos presidenciais: segundo do presidente Fernando Henrique Cardoso (1999 a 2002), o primeiro (2003 a 2006) e parte expressiva do segundo período de mandato do presidente Luis Inácio Lula da Silva (2007 a 2009). As métricas de performance foram elaboradas de acordo com as médias dos períodos de mandato. A população é composta por firmas não financeiras e não permissionárias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa). A partir do corpo teórico, duas hipóteses foram testadas. O estudo é longitudinal, adota o modelo multivariado de dados em painel e o método de efeitos fixos (*fixed effects*), em relação a firma e o tempo. Os resultados apontam que a exploração de canais de conexão com o ambiente externo possibilita o aumento de valor a firma — medidos pelo Q de Tobin (modelos I e II) e *Market-to-book* (modelo I) —. Esses indicadores estão associados a risco e incerteza. Essa aproximação, firma-governo, traz certas vantagens traduzidas acesso a financiamentos; captação de negócios; garantindo o fluxo de recursos essenciais à continuidade e à geração de valor.

## INTRODUÇÃO

A interação firma-ambiente é fundamental para a concepção de estratégias que capturem recursos vitais para a obtenção de melhores performances (HILLMAN, 1999). Firms buscam estreitar certos vínculos com o ambiente para extrair e preservar recursos essenciais ao seu valor (HILLMAN; KEIM, 1995; AGRAWAL; KNOEBER, 2001; FISMAN, 2001; JONHSON; MITTON, 2003). A interdependência da organização com o ambiente externo afeta a autonomia e estabelece incerteza em relação ao futuro, impondo necessidades distintas e diferentes estratégias entre as firmas (PFEFFER, 1972; BAZERMAN; SCHOORMAN, 1983; PFEFFER; SALANCIK, 2003).

De um lado, empresas que necessitem de financiamento para o equacionamento de dívidas ou para o funcionamento e crescimento dos negócios ou que atuem em indústria com regulação podem necessitar de maior intensificação de laços políticos. De outro, o governo, como protagonista, exerce importante papel na economia, seja controlando e provendo recursos financeiros, deliberando políticas públicas, seja conduzindo organizações e atuando com proprietários de organizações. O arcabouço teórico aponta para a importância das relações políticas entre a firma e o poder público (PITTMAN, 1977; MAHON; MURRAY JR; EDWIN, 1981; YOFFIE, 1988; KEIM; BAYSINGER, 1988).

Considerando que as ações políticas das firmas são instrumentalizadas pela estrutura de propriedade e o conselho de administração por mecanismos internos de governança, torna-se importante investigar as implicações das decisões dessas estruturas e o papel político influente na performance. Há um corpo teórico que investiga as ligações sociais das firmas por intermédio dos administradores, entendidos como membros do conselho de administração e executivos. Podem ser citados os estudos de Johnson, Daily e Ellstrand (1996), Westphal (1999) e Lynall, Golden e Hillman (2003). Mas a literatura sobre a governança política das firmas e os efeitos na performance, embora reúna uma série de trabalhos sobre o tema, reivindica novas contribuições. Abordagens que associam a dinâmica das firmas à política também vêm recebendo destaque.

O conselho de administração tem se mostrado atuante ao ampliar suas atividades, incorporando as de representação externa, influenciando, por sua vez, na performance (BAZERMAN; SCHOORMAN, 1983; ZAHRA; PEARCE II, 1989; BOYD, 1990; BRENNAN, 2006). Considerando as relações políticas, a teoria da dependência de recursos enfatiza a importância de relacionar empresas com as contingências externas como forma de atenuar a incerteza e a interdependência entre a firma e o governo. Nessa direção, Hillman (2005) concluiu que empresas com políticos no conselho estão mais bem associadas a um melhor desempenho.

Estudos sobre as conexões políticas das firmas são relativamente recentes. A literatura vem identificando certos benefícios mútuos dessa relação firma-governo, traduzidos em informação, influência, proteção, recursos financeiros e rendas do governo, demonstrando que há relação significativa entre a dependência de recursos do governo e a intensidade de conexões políticas (PITTMAN, 1977; MAHON; MURRAY JR; EDWIN, 1981; HILLMAN; KEIM, 1995; FISMAN, 2001). Embora os estudos empíricos tenham encontrado efeitos positivos na performance das firmas, é importante considerar o contexto político distintivo de cada país.

Dentre os estudos que abordaram as relações políticas entre firma e governo no Brasil, podem ser citados os de Samuels (2001a, 2001b, 2001c, 2008), Silva e Graminho (2005), Bandeira-de-Mello e Marcon (2005), Bandeira-de-Mello, Marcon e Alberton (2007), Ramalho (2007) e Claessens, Feijen e Laeven (2008). Concluiu-se que as empresas alimentam a expectativa de obter certos resultados, representados por devolução de favores, prestação de serviços, contratos, informações e outras vantagens (SAMUELS; 2001a, 2001b, 2001c). Alinhando-se às recomendações da corrente que pesquisa a relação firma-governo, sob o

âmbito da governança e performance, este trabalho, com base na teoria da dependência de recursos, busca contribuir para explicar as diferenças no desempenho das firmas no contexto Brasil, respondendo a seguinte questão: As conexões políticas entre firma e governo, por doação a campanha, por antecedentes políticos da administração e *interlocking* do conselho de administração têm influência no desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa?

O artigo analisa as conexões políticas das firmas brasileiras listadas na BM&FBovespa, não-financeiras e sem regulação, e suas influências na performance de mercado no período de 1998 a 2009. Cabe salientar que investigações sobre governança e performance que abordem conexões políticas das firmas com essa dimensão não foram encontradas até o momento no Brasil, o que representa uma provocação para quem pretende explorar esse aspecto.

## REVISÃO DA LITERATURA

### Teoria da dependência de recursos

Relacionar a firma ao ambiente é o propósito do construto teórico da dependência de recursos. A redução da incerteza ambiental pode ser administrada pela empresa, empregando determinadas estratégias (PFEFFER, 1972). Sob essa ótica, a firma é entendida como um organismo ativo, capaz de responder às influências do ambiente externo com adoção de estratégias voluntaristas (PFEFFER, 1972; ALDRICH; PFEFFER, 1976).

Essa relação entre a firma e o ambiente é um processo de troca. Se as organizações não podem promover, por si próprias, os recursos necessários requeridos, então devem supri-los interagindo com o ambiente (ALDRICH; PFEFFER, 1976). Essa interação é uma forma de responder aos fatores da competitividade, capturando recursos vitais à obtenção de melhores desempenhos (PEARCE II, 1983). Os atores envolvidos na construção desses elos são os acionistas, os *chief executive officers* (CEO) e membros do conselho de administração (AGRAWAL; KNOEBER, 2001; LEUZ; OBERHOLZER-GEE, 2006; BERTRAND et al., 2006; FAN et al., 2007; BOUBAKRI et al., 2008; LI et al., 2008; GOLDMAN et al., 2009).

### Mecanismos internos de governança

Os mecanismos de governança corporativa (GC) são instituições econômicas e legais que podem ser modificadas por políticas de processos, algumas vezes para melhor (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Os mecanismos de controle visam assegurar a proteção aos acionistas e evitar ou minimizar possíveis conflitos de interesses. Denis e McConnell (2003) classificaram os mecanismos de governança em internos (conselho de administração e estrutura de propriedade) e externos (mercado de aquisições e sistema legal).

Os membros do conselho de administração são eleitos pelos acionistas, a eles se subordinam e prestam contas. O conselho, por sua vez, indica os diretores (agentes), monitora suas atividades e controla a geração de valor. Fazem parte da administração da firma o conselho de administração e a diretoria; todavia, somente os diretores exercem a representação da companhia. Os mecanismos externos de GC, como o mercado, o sistema legal e regulatório e as instituições, agem no sentido de promover equilíbrio das relações e interesses dos acionistas, da firma e dos agentes.

### Estrutura de propriedade e controle

Estudos que associam a estrutura de propriedade e controle à performance vêm se mostrando frequentes na literatura. Como sugeriram Bohren e Odegaard (2004), além das variáveis e formulações usuais, outras variações e aproximações podem ser consideradas. O alinhamento de interesses entre os acionistas (controladores e minoritários), o conselho de administração e os gestores se mostra importante fonte geradora de performances satisfatórias. A estrutura de propriedade e controle é um mecanismo determinante da performance. Conforme as categorias em que se enquadram os acionistas controladores há

variações na performance e, por consequência, no valor da firma (DEMSETZ; LEHN, 1985; SHLEIFER; VISHNY, 1986; CHO, 1998; THOMSEN; PEDERSEN, 2000; BOHREN; ODEGGARD, 2004).

A partir da investigação de Demsetz e Lehn (1985) sobre o relacionamento entre a concentração de propriedade e a maximização de valor de um conjunto de firmas, vários estudos foram elaborados. Thomsen e Pedersen (2000), ao examinarem o impacto da estrutura de capital na performance das firmas europeias, classificaram os acionistas em cinco categorias: bancos, investidor institucional, companhias não-financeiras, indivíduos/família e governo. Concluíram que as diferenças de relacionamento entre a concentração de voto das categorias são influentes na performance e na estratégia das corporações. Bohren e Odegaard (2004), ao analisarem as formas de interação e causação entre governança e performance, distinguiram os investidores em cinco categorias: governo, indivíduos, instituições financeiras, não-financeiras e internacionais. Ao discorrerem sobre essa relação, entenderam que, devido à jovialidade da teoria da governança, as inferências de seus estudos podem não ser conclusivas, sugerindo outras combinações de variáveis para qualificar o poder explicativo entre mecanismos de governança e performance.

### **Conselho de administração**

O conselho de administração é um mecanismo interno que foi objeto de análises e formulações de pesquisadores como Pfeffer (1972), Fama (1980), Fama e Jensen (1983), Zahra e Pearce II (1989), Boyd (1990), Daily e Dalton (1994a, 1994b), Rediker e Seth (1995), Hart (1995), Hillman, Cannella Jr. e Paetzold (2000) e Denis e McConnell (2003). Nesse sentido, o trabalho seminal de Zahra e Pearce II (1989), ao investigar as influências do conselho de administração na performance financeira da corporação, abordou quatro perspectivas teóricas: a legalista, a classe hegemônica, a teoria da agência e a dependência de recursos. Dentre as concepções estudadas, são predominantes a da teoria da agência e a da dependência de recursos. Para a teoria da agência, o conselho deve exercer um papel interno de intenso monitoramento e de preservação de interesses dos acionistas. Já para a teoria de dependência de recursos, o conselho está mais vinculado ao ambiente externo, exercendo, portanto, um papel mais proativo e contributivo ao valor da firma.

O conselho de administração, ao cumprir a missão de equilibrar os interesses dos gestores e dos acionistas (AGRAWAL; KNOEBER, 1996), assume um papel que exige destacável competência. Dentre as funções do conselho de administração, é do interesse deste estudo investigar os relacionamentos políticos como meio de aproximação que identificam os laços entre firma e governo e analisar as implicações na performance das firmas. Suas relações com o ambiente externo, disputando recursos do interesse da firma, foram consideradas como fundamentais, dado a escassez de recursos e os competidores pertencentes à arena (PFEFFER, 1972). Além dos aspectos relacionados ao *background* dos membros da administração, o tamanho medido pelo número de conselheiros é uma *proxy* que pode indicar a efetividade do órgão (BOYD, 1990).

A presença de conselheiros externos está bem relacionada à alta performance, porque eles fornecem certos benefícios, como acesso a recursos e informações importantes, facilitam compromissos interfirmas e contribuem no estabelecimento de legitimação. A seleção de membros-*outsiders* com ricos-recursos pode fornecer inestimáveis vínculos com o ambiente.

### **Conexões políticas da firma**

As conexões políticas podem desempenhar uma função importante nas economias maiores e mais importantes do mundo; por isso tornam-se um recurso valioso para muitas firmas (FISMAN, 2001). Como regra geral, a organização está politicamente conectada quando há ligações com o governo por meio dos controladores, executivos ou membros do *board*. A companhia está conectada com um político se um dos maiores acionistas ou o

representante principal é um membro parlamentar, um ministro chefe de Estado, tenha estreitado relacionamento com o alto escalão, se um membro do conselho ocupou uma posição como senador, membro da câmara dos deputados, membro da administração, tenha atuado como diretor de uma organização ligada ao governo ou sido nomeado para qualquer função pública (FACCIO, 2006; FAN, WONG; ZHANG, 2007; BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2008; GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2009).

No Brasil, estudos que se dedicam às relações firma-governo ainda são recentes. Em exame dos dados das eleições de 1994 e 1998 no Brasil, concluiu-se que partes significativas dos recursos de campanha provêm das organizações (SAMUELS, 2001b). Contribuições de campanha estão mais bem associadas aos interesses recíprocos, dos doadores e donatários. Isso demonstra que há relação direta entre os interesses das corporações e a potencialidade que os cargos políticos comportam. Claessens, Feijen e Laeven (2008), em relação as campanhas políticas de 1998 e 2002, encontraram evidências robustas de que altas contribuições à campanha de candidatos a deputado federal no país, especialmente aos vencedores, estão associadas com alto retorno das ações no momento do anúncio. As firmas que contribuíram se alavancaram substancialmente em relação às demais e obtiveram mais acesso às linhas de financiamento.

### **Hipóteses concernentes à performance**

A teoria da dependência de recursos, ao relacionar a firma ao ambiente, atribui um importante papel externo ao conselho de administração estreitando laços e objetivando reduzir a interdependência e a incerteza ambiental. Esse vínculo com o ambiente permite a redução da assimetria de informações perante o ambiente de competição. Conexões políticas empreendidas por membros do conselho de administração, com antecedentes políticos em governos e com ligações políticas, facilitam acesso a fontes financeiras, informacionais e privilégios na disputa e preservação de recursos, de modo a contribuir nas decisões estratégicas e, por consequência, no desempenho das firmas (JOHNSON; DAILY; ELLSTRAND, 1996; FACCIO, 2006; CLAESSENS, FEIJEN; LAEVEN, 2008).

Esta proposição se baseia nos pressupostos teóricos da governança, mais especificamente naqueles que se associam à perspectiva da teoria da dependência de recursos, que elos da firma ao ambiente são guiados por estratégias políticas que visam à obtenção de desempenho superior. Para a teoria da dependência de recursos, a articulação ao ambiente é uma função direta dos níveis e tipos de dependência que uma organização possui (HILLMAN; CANNELA JR.; PAETZOLD, 2000). Logo, os laços estabelecidos pelas firmas expressam o grau de articulação e de dependência em relação ao ambiente.

Em síntese, a abordagem da dependência de recursos se apegua à premissa de que a incerteza ambiental pode ser minimizada com estratégias delineadas pelas firmas (PFEFFER, 1972; ALDRICH; PFEFFER, 1976; DAILY; DALTON, 1994a, 1994b). Estabelecer interesses mútuos entre firma e governo é uma estratégia política que promove benefícios (HILLMAN, 1999; HILLMAN; HIT, 1999; HILLMAN; CANNELA JR.; PAETZOLD, 2000; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2005). Envolvidos com as discussões desse corpo teórico, Hillman, Zardkoohi e Bierman (1999) e Schuler, Rehbein e Cramer (2002) enfatizam que ligações com o governo geram valor à firma.

No âmbito da governança, na visão da TDR, o conselho de administração é um mecanismo interno com atividades relacionadas à minimização da dependência externa e ao ganho de recursos (PFEFFER, 1972). Mutações na composição dos conselhos, ampliando a participação de membros *outsiders*, revelam estratégias voltadas à aproximação ao ambiente e à redução da incerteza (PEARCE II; ZAHRA; 1992). É justamente um dos aspectos que a TDR discute, ou seja, a presença de conselheiros externos sinaliza que a firma direciona atenção para o gerenciamento ambiental da organização (DAILY; DALTON, 1994a, 1994b).

Este estudo argumenta que a destinação de recursos para doação à campanha política e a presença de conselheiros com *background* político pressupõe que a firma possui estratégias voltadas à redução da interdependência e à minimização de incertezas em relação ao ambiente. O estreitamento relacional via *board interlocking* é outra maneira de os membros do conselho fortalecerem e estabelecerem laços com ex-políticos que servem a determinadas companhias e, por meio dessa aproximação interorganizacional, obterem informações privilegiadas (KOENIG; GOGEL; SONQUIST, 1979; SCHOORMAN; BAZERMAN; ATKIN, 1981; BAZERMAN; SCHOORMAN, 1983; BARRINGER; HARRISON, 2000).

Nesse sentido, partindo do pressuposto de que o governo tem recursos atrativos, a firma desenvolve estratégia política com fins de, também, obter e preservar influências sobre as políticas públicas (HILLMAN; HITT, 1999). Assim, vínculos políticos, mediados pelo conselho, influenciam a performance e se tornam importantes num ambiente de competição. As ligações por meio do *interlocking* são consideradas ações políticas que facilitam o acesso a instituições financeiras (JOHNSON; DAILY; ELLSTRAND, 1996), desenvolvendo, através das relações, mecanismos de extração de rendas e contribuições que protegem a firma dos competidores (FAN; WONG; ZHANG, 2007; BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2008) e até mesmo permitem agir politicamente perante as instituições para restringir oportunidades de recursos às competidoras (LEUZ; OBERHOLZER-GEE, 2006).

Pesquisadores que estudam as conectividades das firmas apontam que os laços políticos corporativos podem ser traduzidos em aumento de valor. Esses elos são estabelecidos por doação à campanha política, por participação de membros da administração com *background* em política e por experiência obtida através de compartilhamento entre conselhos de administração de firmas com membros com antecedentes em política. O argumento deste estudo é que a integração dessas formas de conectividades é influente no valor. Com base na hipótese central H1 são testadas duas variáveis de valor.

**H1:** Existe um relacionamento significativo entre as conexões políticas, a partir de laços corporativos, como meio de redução da incerteza, e performance da firma.

Importante observar que o alinhamento de interesses entre os acionistas, o conselho de administração e os gestores é comprovadamente fonte geradora de performances satisfatórias (DEMSETZ; LEHN, 1985; SHLEIFER; VISHNY, 1986; CHO, 1998; THOMSEN; PEDERSEN, 2000; BOHREN; ODEGGARD, 2004). Considerando que o conselho de administração é eleito pelos acionistas, sua composição indica a atuação política da firma, ou seja, pressupõe que membros com *background* político podem sinalizar estratégias políticas mais ou menos intensas. Se estudos comprovam que a tipologia da propriedade e controle influencia na performance das organizações, se o conselho é eleito pelo controlador e se as firmas se conectam ao governo para obter benefícios, é de se supor que determinadas categorias proprietárias são influentes e mais bem conectadas politicamente que outras.

**H2:** Existe um relacionamento significativo entre as conexões políticas, por intermédio do conjunto de mecanismos internos (conselho de administração e estrutura de propriedade e controle), como meio da redução da incerteza, e performance.

Objetivando responder a questão central de pesquisa e testar as hipóteses anteriormente formuladas, a seguir serão estabelecidos os indicadores de desempenho que compreendem a proposição.

## MÉTODOS E DADOS

### População, fonte e tratamento dos dados

A população é composta pelo conjunto de firmas, ativas e inativas, não-financeiras e não reguladas listadas na BM&FBovespa no período de 1998 a 2009, representando dados de 12 anos de observação. A população resultante foi extraída pelo método não-probabilístico,

pois determinadas firmas foram excluídas, por exemplo: permissionárias ou concessionárias de serviços públicos, concordatárias, em recuperação judicial ou extrajudicial, em processo falimentar e com patrimônio líquido negativo no período em análise. Como restrição adicional, integraram a base de dados somente as firmas com um conjunto de dados há pelo menos três exercícios sociais sucessivos.

Fontes	Objetivo	Procedimentos
1- Tribunal Superior Eleitoral ( <a href="http://www.tse.gov.br">www.tse.gov.br</a> ) 2- Às Claras <a href="http://www.asclaras.org.br">http://www.asclaras.org.br</a>	Identificar e coletar as doações à campanha política das firmas listadas na BM&FBovespa de 1999 a 2009, em cada período de eleição: 1998, 2002 e 2006.	<i>Input</i> manual da razão social (e/ou <i>short name</i> ) da firma; identificação das doadoras; captura do valor doado a partido e o donatário/beneficiário em cada eleição — a presidente, senador, governador, deputado federal e estadual/distrital, se vencedor e/ou perdedor. Quantidade de firmas: 268 por eleição.
3- Tribunal Superior Eleitoral ( <a href="http://www.tse.gov.br">www.tse.gov.br</a> ) 4- Às Claras <a href="http://www.asclaras.org.br">http://www.asclaras.org.br</a>	Identificar e coletar as doações dos administradores (membros de conselho de administração e dos executivos) à campanha eleitoral dos períodos sob análise.	<i>Input</i> manual do nome de cada membro dos conselhos de administração e executivos das firmas da população. Captura do valor doado a partido e a donatário por tipo de concurso — a presidente, senador, governador, deputado federal e estadual/distrital, se vencedor e/ou perdedor. Quantidade de administradores doadores: 5.248 atores por ano de eleição. Os homônimos foram consistidos por número do CPF.
5- Infoinvest® <a href="http://www.infoinvest.com.br">http://www.infoinvest.com.br</a>	Identificar e classificar as firmas com administradores com <i>background</i> em política.	Consulta dos currículos publicados por empresa e por exercício social. Análise dos currículos dos administradores das firmas no período de 1999 a 2009. Quantidade de total de currículos individuais dos administradores analisados: 22.467. No período de 1999 a 2002 foram analisados 7.752; no segundo período, 2003 a 2006, 7.893; e no último, 2007 a 2009, 6.812.

**Quadro 1:** Fontes e procedimentos da pesquisa

Fonte: Elaborado pelos autores do artigo

Os dados das demonstrações contábeis foram capturados da base de dados Economática®. O conjunto de dados não-experimentais do período sob análise compreendeu a busca no Tribunal Superior Eleitoral (TSE), na base Economática®, na BM&FBovespa e na Infoinvest®. De acordo com o propósito da pesquisa, o período de abrangência se justifica por compreender o segundo ano de mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (1999 a 2002), o primeiro (2003 a 2006) e parte expressiva do segundo período de mandato do presidente Luis Inácio Lula da Silva (2007 a 2009). As métricas de performance foram elaboradas de acordo com as médias dos períodos de mandato. O ano de 2010 não foi considerado no estudo em razão de os dados da população não estarem completos. Em suma, decorrente do agrupamento nos períodos citados, das variáveis dependentes testadas, foram obtidas 2.985 observações; das variáveis de doação, *background* em governo e *interlocking*, incluindo as derivadas, foram geradas 29.850 observações (50 métricas sob teste); de propriedade 2.985 observações; e de controle 1.194 observações.

### Variáveis dependentes

A performance da firma pode ser medida a partir de diversos níveis e bases conceituais, representando tema recorrente e central para a administração estratégica (VENKATRAMAN; RAMANUJAM, 1986). Visando testar as hipóteses elaboradas foram testadas duas variáveis de performance de mercado: a) valor da firma pelo Q de Tobin; e b) valor da firma *Market-to-book*. O Q de Tobin ajustado é definido pela razão do valor de mercado das ações (ordinárias e preferenciais) mais a dívida contábil pelo valor contábil do ativo total (CHUNG; PRUIT, 1994; JIANG, 2008). O *Market-to-book* expressa o valor de mercado da firma, com base nas ações, pelo valor do patrimônio líquido escritural (FAN; WONG, 2007; JIANG, 2008).

### Variáveis independentes

O conselho de administração é um importante elo interno e externo; daí a investigação das relações políticas da firma sob a ótica da dependência de recursos, considerando que práticas relacionais, ajustadas ao ambiente externo, têm por objetivo proporcionar benefícios (BAZERMAN; SCHOORMAN, 1983).

Variáveis de aproximação	Descrição	Mensuração
Firma doadora	O valor monetário doado ou serviços financiados declarados pela corporação nos anos de eleições (1998; 2002; e 2006).	a) Variável valor monetário doado; e b) a variável <i>dummy</i> igual a <b>1</b> se é ou foi doadora a campanha política e <b>0</b> se não.
Firma com administrador doador	O valor monetário doado declarado por conselheiro ou executivo nos anos de eleições (1998; 2002; e 2006).	a) Variável valor monetário doado; b) a variável <i>dummy</i> igual a <b>1</b> se é ou foi doador a campanha política e <b>0</b> se não; e c) a variável <i>dummy</i> igual a <b>1</b> se o doador é conselheiro, conselheiro e executivo ou executivo e <b>0</b> se não.
Firma com ex-político na Administração	Com base no <i>background</i> do membro da administração, identificação se é ou foi ex-funcionário do governo ou político e quais as experiências nessas atividades.	a) Variável <i>dummy</i> igual a <b>1</b> se possui membro da administração com experiência política e <b>0</b> se não; b) variável do número de administradores com experiência em política; c) tipo de habilidade política dos administradores; d) variável número de habilidades dos administradores em política; e) variáveis de interações entre os administradores com experiência em política; e f) <i>dummy</i> igual a <b>1</b> se possui membro da administração com experiência política e <b>0</b> se não.
Firma com <i>interlocking</i> político	Com base na composição dos conselhos de administração, identificação se há compartilhamento político entre as firmas e a quantidade de laços estabelecidos.	a) variável número de administradores com experiência política que compartilham em conselhos de outras firmas (diretos); b) variável <i>dummy</i> igual a <b>1</b> se possui membro da administração com experiência política e <b>0</b> se não; c) variável número de administradores com ou sem experiência política que compartilham em conselhos de outras firmas com membros políticos (indiretos); d) variável somatória dos laços diretos e indiretos; e e) variável de interação dos laços diretos e indiretos.

**Quadro 2** - Variáveis independentes de conexão política

Fonte: Elaborado pelos autores do artigo

A literatura aponta que firmas que estreitam laços com o governo obtêm melhores resultados em relação às competidoras sem essas ligações. Com base nas atividades mapeadas por Brennan (2006), importa identificar a participação política do conselho no relacionamento com organismos externos. Nesse sentido, na definição nas variáveis de ligações políticas das firmas, o estudo emprega as mensurações de conexões expostas no Quadro 2.

Este estudo inova ao integrar a variável de *interlocking* de membros do conselho às métricas de conexões políticas das firmas, o que amplia os estudos empíricos até então conhecidos. Do compartilhamento entre os conselhos das firmas importa somente as interações políticas. Nesse aspecto, interessa capturar as conexões políticas das firmas mediadas por conselheiros. Desse modo, por exemplo, as relações simultâneas com um ex-político de determinado conselho pressupõe a existência de estreitamento pessoal e compartilhamento de informações, incluídas as de cunho político. Em destaque, a utilização das variáveis binárias no modelo permitirá a segregação das firmas politicamente conectadas das sem conectividade, além da identificação das firmas com conexões mais intensas.

A composição do conselho é determinada pelos acionistas da firma em assembleia geral ordinária (Lei 6.404/76). Como é do interesse da pesquisa analisar os relacionamentos políticos das firmas, por meio da administração, e os efeitos na performance, torna-se fundamental compreender essas relações por categoria de estrutura de propriedade, ou seja, as como as categorias se associam aos modelos. Desse modo, o estudo segue a classificação sugerida por Faccio e Lang (2002) e Bohren e Odegaard (2004), ou seja, a origem do capital controlador diferenciada em cinco categorias: governo, indivíduos/família, instituições financeiras, organizações internacionais e corporações não-financeiras (Quadro 3). Na identificação das categorias de identidade dos proprietários das firmas foi utilizada uma variável binária (*dummy*), atribuindo-se 1 (um) para a associação da firma em determinada categoria e 0 (zero) para as categorias não associadas.

Variáveis	Descrição
Governo	Controle pela União, Estado ou Município, incluindo-se agências e empresas do governo de forma indireta.
Indivíduos/família	Controle por pessoas físicas, de forma individual ou em grupos.
Instituições financeiras	Controle por bancos e outras instituições sob regulação financeira
Internacionais	Controle através de empresas transnacionais, multinacionais, indivíduos ou grupos estrangeiros.
Corporações não-financeiras	Controle por outras instituições não especificadas, a exemplo de fundos de pensão.

**Quadro 3** - Variáveis de identidade dos proprietários

Fonte: Elaborado pelos autores do artigo

### Variáveis de controle

As variáveis de controle são aquelas que possuem relacionamento com as variáveis dependentes do modelo (Q de Tobin, *Market-to-book*). Duas variáveis de controle foram testadas: o porte da firma representado pelo ativo total (TITMAN; WESSLS, 1988; FAN et al., 2007), bem como a receita bruta (TITMAN; WESSLS, 1988). Em finanças, a variável tamanho de uma empresa é comumente medida com base no ativo total ou receita bruta. Com base em Titman e Wessls (1988), no presente estudo se adotou a receita bruta em razão da natureza das variáveis dependentes. Após capturados os dados de origem da base Economatica® e em razão de os dados não apresentarem normalidade, a receita bruta foi transformada, em segunda ordem, para o logaritmo natural (TITMAN; WESSLS, 1988).

Para a melhor compreensão, a seguir será apresentada a especificação do modelo.

### Especificação do modelo empírico

Conforme os modelos teóricos apresentados, a literatura sugere que os efeitos das conexões políticas são favoráveis à firma. Seguindo a proposta de pesquisa, o modelo examina os efeitos desses laços políticos na performance. Com esse propósito, foi elaborado um modelo geral com formulações derivadas.

**Performance =  $f$  (atributos da governança, variáveis específicas da firma)**

Na especificação do modelo geral, a performance é função dos mecanismos internos de governança e das variáveis específicas da firma. Dentre os atributos da governança são utilizados, no modelo, os mecanismos internos definidos pela identidade de propriedade e as atividades políticas do conselho de administração. As variáveis específicas são as de controle, que exercem influência nas variáveis dependentes.

O modelo geral é descrito da seguinte forma:

$$K = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Test Variables} + \alpha_2 \text{ Controls} + \text{Fixed effects} + \varepsilon$$

$$\text{Performance}_{it} = \mu_1 + \beta_1 x_{1it} + \beta_2 x_{2it} + \dots + \beta_n x_{nit} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (1)}$$

A performance da firma  $i$ , no período  $t$ , é definida pelas variáveis de dimensões de mercado (Q de Tobin e *Market-to-book*),  $\mu_1$  representa o intercepto e as variáveis  $x_{1it} \dots x_{nit}$  representam os mecanismos internos de governança, compreendendo as conexões políticas dos membros da administração (conselheiros e executivos) e a estrutura de propriedade, bem como as variáveis de controle. As variáveis  $\alpha_i + \varepsilon_{it}$  representam o efeito fixo, os desvios acumulados individuais em relação ao intercepto e a variação do erro observado em relação ao esperado no tempo, respectivamente. Em suma, a estimação do modelo considera dados sobre a performance das firmas, doações à campanha política, a presença de administradores com experiência em política, o *interlocking* dos membros de conselhos de administração com firmas com membros com experiência política e as categorias de propriedade e controle, mais as variáveis de controle. O modelo pode ser mais bem representado pela seguinte composição de variáveis predictoras com a performance da firma  $i$  no ano  $t$ :

$$\text{Performance}_{i,t} = \mu_1 + \sum \beta_1 * \text{doação}_{i,t} + \sum \beta_2 * \text{background}_{i,t} + \sum \beta_3 * \text{interlocking}_{i,t} + \sum \beta_4 * \text{identidade de propriedade}_{i,t} + \sum \beta_5 * \text{Ln receita bruta}_{i,t} + e_{i,t}$$

## ANÁLISES E RESULTADOS

### Abordagem analítica

Diferentes estratégias de estimações podem ser usadas para análise em dados em painel. Pertersen (2009) sugere, quando há poucos períodos e muitas observações em cada período, o uso de regressões com erros-padrão agrupados por firmas e com *dummies* para o controle dos efeitos do tempo. O agrupamento por firma permite relaxar a hipótese sobre a ausência de correlação serial, que é claramente violada em um conjunto de dados em painel com múltiplas observações para cada empresa (OKHMATOVSKIY, 2010). Com base no modelo em estudo, determinadas decisões de um período podem produzir efeitos em períodos posteriores ou até mesmo num momento imediato.

Visando capturar os efeitos das conexões políticas das firmas foram inicialmente testados, no modelo multivariado de dados em painel, o método de efeitos fixos (*fixed effects*) e o de efeitos aleatórios (*random effects*). Com base nos dois métodos, posteriormente foram realizados os testes de robustez. A estimação pelo método de efeitos fixos considera os efeitos não observáveis que podem estar associados à variável dependente. Nesse método a variável dependente é mensurada numa escala de tempo e é linearmente dependente de um conjunto de variáveis predictoras (WOOLDRIDGE, 2003). No método de efeitos aleatórios a estimação das

variáveis explicativas não varia com o tempo. Pode-se supor que decisões de governança para estabelecer os laços firma-governo estejam vinculadas a determinadas características das firmas e relacionadas à melhoria de performance. Dessa forma, a natureza das variáveis explicativas aponta que as relações não são uma escolha aleatória.

Com base nas hipóteses formuladas, dois modelos de estimação são aplicados. Na primeira etapa são testadas as variáveis de governança associadas a conselho de administração (modelo I, hipótese H1). Num segundo estágio são incorporadas as variáveis de governança de propriedade e controle (modelo II, hipótese H2).

### Resultados empíricos

A tabela 1 apresenta a estimação dos modelos I e II, incluindo os coeficientes, a significância e os erros-padrão para as duas variáveis dependentes, Q de Tobin e *Market-to-book*. As variáveis de doação foram transformadas em *dummies*: 1 se a firma doou para algum candidato e 0 se não doou. Como demonstra a equação Q de Tobin, a doação para deputado estadual/distrital foi significativa — parâmetro igual a 0,254,  $p < 0,01$ . Considerando o modelo II que integra os mecanismos internos de governança, a equação Q de Tobin também resultou significativa — parâmetro igual a 0,240,  $p < 0,01$ . As variáveis do segundo grupo, *background* em governo, foram decorrentes das análises dos currículos dos administradores. Tomaram por base a quantidade de habilidades trazidas pelos administradores, seja por experiência anterior em governo, ou por ser ex-funcionário da administração indireta, ou até mesmo com atuação no legislativo.

Nos dois modelos da mesma equação, o fato de a firma possuir conselheiros e diretores-gestores com experiência anterior em cargo executivo em governo apresentou significância ( $p < 0,05$ ). A interação entre variáveis experiência anterior em cargo no governo e na administração direta, conjuntamente trazidas pelos administradores, foram significativas ( $p < 0,05$ ). O *interlocking* entre firmas por intermédio de membros da administração, com e sem experiência política, não foi significativo. No último grupo, ao integrar a estrutura de propriedade ao modelo II, observa-se que as firmas com controle por indivíduos e/ou famílias apresentaram significância ( $p < 0,05$ ).

A equação *Market-to-book* foi estruturada com o mesmo conjunto de variáveis da anterior, porém os resultados não foram expressivos. Nos dois modelos, as variáveis de doação não foram significativas. Entretanto, em relação aos antecedentes políticos, a presença de administradores com experiência em governo, medida pela variável *dummy*, foi significativa ( $p < 0,05$ ). Os laços diretos e indiretos estabelecidos entre firmas com e sem membros com experiência política não foram influentes nas equações. A interação entre essas variáveis apresentou expressiva significância ( $p < 0,001$ ) nos modelos. O grupo das variáveis de estrutura de propriedade não alterou substancialmente a força do conjunto de variáveis.

Com exceção da variável *background* em governo (executivo), as demais variáveis com significância apresentaram coeficientes positivos. Em relação ao grupo de variáveis de doação, outras variáveis independentes derivadas foram testadas, tais como: o valor da doação geral, a especificação por cargo, por candidato vencedor e perdedor; e variáveis *dummies* de doação. Múltiplas variáveis foram combinadas, como, por exemplo, interação se a firma foi doadora, com experiência política e *interlocking*. Todos os testes citados não resultaram em significância na variabilidade na equação.

Visando dar mais robustez ao modelo geral, foram testadas outras variáveis de performance, como retorno sobre os capitais próprios (ROE), retorno sobre os ativos (ROA) e retorno operacional das vendas (RSV). Entretanto, os resultados dessas variáveis derivadas e das dependentes testadas não apresentaram significância.

**Tabela 1:** Resultados da regressão de efeitos fixos<sup>a</sup>

	Q_Tobin		Market-to-book	
	(I)	(II)	(I)	(II)
<b>Doação</b>				
Presidente	0,0158 (0,103)	-0,007 (0,102)	0,465 (0,586)	0,412 (0,593)
Governador	-0,0377 (0,102)	-0,076 (0,100)	0,209 (0,569)	0,162 (0,578)
Senador	0,1179 (0,120)	0,118 (0,118)	-0,390 (0,667)	-0,470 (0,673)
Deputado federal	-0,0991 (0,087)	-0,073 (0,856)	-0,248 (0,5)	-0,186 (0,504)
Deputado estadual/distr.	0,254** (0,091)	0,240** (0,089)	0,709 (0,531)	0,659 (0,534)
<b>Background em governo</b>				
Executivo	-0,0461* (0,018)	-0,043* (0,018)		
Administração indireta	-0,0240 (0,016)	-0,023 (0,016)		
Executivo*Adm. indireta	0,002* (0,001)	0,002* (0,001)		
Adm. com <i>background</i>			1,102* (0,608)	1,115* (0,61)
<b>Interlocking</b>				
Laços diretos	0,0285 (0,019)	0,023 (0,019)	-0,158 (0,100)	-0,163 (0,998)
Laços indiretos	-0,0120 (0,010)	-0,010 (0,010)	-0,052 (0,0655)	-0,043 (0,663)
Diretos*indiretos			0,008*** (0,002)	0,008*** (0,002)
<b>Propriedade e controle</b>				
Indivíduos/famílias		0,640* (0,279)		1,205 (1,577)
Instituições financeiras		0,260 (0,281)		0,630 (1,59)
Estrangeiras		0,320 (0,292)		0,241 (1,66)
Não-financeiras		0,436 (0,271)		0,533 (1,532)
<b>Controle</b>				
Log_RB	0,089** (0,033)	0,084** (0,032)	0,405* (0,187)	0,38* (0,189)
<i>N</i> observações	523	523	498	498
<i>N</i> firmas	247	247	242	242
<i>Adj R-squared</i>	0,673	0,685	0,433	0,430
F	11,265	15,261	10,246	14,242

\*\*\*  $p < .001$ , \*\*  $p < .01$ , \*  $p < .05$  e +  $p < .10$

<sup>a</sup> (erro padrão entre parênteses)

## Discussão

O modelo geral foi construído a partir das hipóteses delineadas. Essas hipóteses foram elaboradas com base na literatura e testadas com objetivo de analisar se conexões políticas das firmas brasileiras listadas na BM&FBovespa foram influentes na performance de mercado no

período em exame. A base teórica de sustentação aponta para a existência de relação positiva entre os laços políticos estabelecidos pelas firmas com o governo, demonstrando, assim, certo valor.

Este estudo apresenta implicações teóricas e empíricas. Teóricas pela abrangência integrativa dos construtos modelados. Ao unir correntes que se debruçam sobre temas importantes como governança e performance, integra argumentos da teoria da dependência de recursos para contribuir na explicação das relações firma-ambiente, por intermédio das conexões políticas. Essa contribuição pode ser estendida e aprofundada em outros contextos. No campo empírico, este trabalho se afilia aos estudos que analisam o contexto de um país emergente como o Brasil, explorando um período de abrangência mais amplo e profundo em relação aos estudos até então divulgados.

Os resultados empíricos fornecem evidências de que nesse curso há conectividade expressiva das firmas da população em estudo; porém, as estratégias políticas, sejam por doação, por integração de membros experimentados em política e/ou por compartilhamento, estão presentes com tipos de aproximações distintas com o governo. Embora muitas ligações com o governo não sejam de fácil visibilidade, determinadas evidências são refletidas no valor das companhias.

Ao resgatar a hipótese **H1**: Existe um relacionamento significativo entre as conexões políticas, a partir de laços corporativos, como meio de redução da incerteza, e performance da firma, pode-se supor, em relação ao Q de Tobin, que essa hipótese deve ser confirmada, porque foram encontradas evidências de que doações a deputado estadual/distrital e a presença de administradores com antecedentes em política foram significativas. O Q de Tobin se mostrou relevante, pois parte expressiva da variabilidade no valor das firmas (*Ajd R-squared* 0,673) é explicada pelo conjunto de mecanismos internos de governança (modelo I).

A segunda hipótese propõe a seguinte investigação: Existe um relacionamento significativo entre as conexões políticas, por intermédio do conjunto de mecanismos internos (conselho de administração e estrutura de propriedade e controle), como meio da redução da incerteza, e performance. As variáveis de propriedade e controle adicionadas ao modelo foram sensíveis somente em relação à categoria de firmas controladas por indivíduos/famílias. Ao considerar os mecanismos internos de governança, de propriedade e controle, o modelo II se mostrou pouco sensível (*Ajd R-squared* 0,685). Como essa métrica é uma medida de valor e contém um componente de mercado, a sua variabilidade está associada a risco avaliado por *players* de mercado. Dessa forma, não se pode rejeitar a hipótese **H2**. A minimização de risco importa na redução de incertezas (BAZERMAN; SCHOORMAN, 1983; BARRINGER; HARRISON, 2000). O fato de a empresa ter participação financeira em campanha reporta a potencial retorno e influência na distribuição de recursos do governo (SAMUELS, 2001c). Evidências dessa percepção foram encontradas por Claessens, Feijen e Laeven (2008) em investigação sobre acesso preferencial ao crédito financeiro e retorno anormal das ações das firmas. Os autores encontraram evidências em relação a doações à campanha a deputado federal. Neste trabalho, as doações aos cargos de deputado estadual/distrital foram positivas e significativas na associação ao Q de Tobin.

Em relação à variável *Market-to-book*, pode-se confirmar a hipótese **H1**. Embora sua variabilidade tenha sido menos influente pelas variáveis explicativas, comparando ao Q de Tobin, a presença de membros com experiência política e a quantidade de *interlocking* entre conselhos foi significativo nos dois modelos (*Ajd R-squared* de 0,43). Logo, pode-se aceitar a hipótese **H1**, pois, o *Market-to-book*, também, associado à incerteza, reúne certo grau de expectativa de retorno futuro (FAN, WONG, 2007; JIANG, 2008). Essa variável dependente não se mostrou volátil em relação às métricas de doação. Já a hipótese **H2** não deve ser aceita, pois nenhuma das categorias de propriedade e controle foram significativas nos dois modelos.

Se observa que a variável governo, que compõe as categorias de propriedade governo, foi excluída dos modelos devido a multicolinearidade detectada.

## CONCLUSÕES

Este trabalho, ao se aliar ao corpo teórico que estuda as relações firma-governo, contribui com uma proposta teórica integrativa e desenvolve estratégia de investigação com evidências inovadoras, com amplitude e profundidade metodológica. Demonstra que a exploração de canais de conexão com o ambiente externo possibilita o aumento de valor a firma — medidos pelo Q de Tobin (modelos I e II) e *Market-to-book* (modelo I). Esses indicadores estão associados a risco e incerteza. A relação positiva e significativa demonstra expectativa favorável em relação ao futuro. Essa aproximação, firma-governo traz certas vantagens traduzidas em acesso a financiamentos e captação de negócios, garantindo o fluxo de recursos essenciais à continuidade e à geração de valor.

Daí a importância dos administradores (conselheiros e gestores) com experiência em política. Os atributos do conselho influenciam a performance da firma (ZAHRA; PEARCE, 1989); por essa razão a participação efetiva do conselho reduz a incerteza e a dependência ambiental. Conselheiros com experiência externa são integrados com a finalidade de cooptar ou parcialmente absorver importantes instituições influentes com as quais as firmas estabelecem relações de interdependência. O *background* do conselheiro, o número de *interlocks* e as características dos membros do conselho podem ser importantes indicadores do grau de orientação da organização.

Deve-se realçar que, não obstante a abrangência metodológica empregada neste estudo, não se pode afirmar com exatidão a relação causa-efeito entre as variáveis testadas. O fato de a base de dados ser constituída somente por dados secundários, as restrições estabelecidas na constituição da população e o período que compreendeu a pesquisa são limitações a serem consideradas. Este escopo de investigação pode ser, em futuros estudos, melhor representado, seja em relação à integração teórica, ao método, à amplitude das variáveis, ao tempo.

## REFERÊNCIAS

- AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles. Do some outside directors play a political role? **Journal of Law & Economics**, v. 44, n. 1, p. 179-198, 2001.
- \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Charles. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, p. 377-397, Sept. 1996.
- ALDRICH, Howard E.; PFEFFER, Jeffrey. Environments of organizations. **Annual Review of Sociology**, v. 2, p. 79-105, 1976.
- 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.
- \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. ALBERTON, A. Stakeholder Interaction effects on firm performance in emerging countries: the case of Brazil. In: 2007 ANNUAL MEETING OF THE ACADEMY OF MANAGEMENT - AOM (BPS DIVISION). **Proceedings...** Filadélfia, 2007.
- BARRINGER, Bruce R.; HARRISON, Jeffrey S. Walking a tightrope: creating value through interorganizational relationships. **Journal of Management**, v. 26, n. 3, p. 367-403, 2000.
- BAZERMAN, Max H.; SCHOORMAN, F. David. A Limited rationality model of interlocking directorates. **Academy of Management Review**, v. 8, N. 2, p. 206-271, Apr. 1983.
- BERTRAND *et al.* Politicians, firms and the political business cycle: evidence from France. **Unpublished working paper**, University of Chicago, Nov. 2006.

- BOHREN, Øyvind; ODEGAARD, Bernt Arne. Governance and performance revisited. **Social Science Research Networks**, Feb. 2004. ECGI - Finance Working Paper No. 28/2003; EFA 2003 Annual Conference Paper No. 252. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=423461](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=423461)> Acesso em: 04 jun. 2008.
- BOUBAKRI, Narjess *et al.* Political connections and the cost of equity capital. **Paper presented at the European Financial Management Symposium on Corporate Governance and Control**, United Kingdom, Nov. 2008.
- BOYD, Brian. Corporate Linkages and organizational environment: a test of the resource dependence model. **Strategic Management Journal**, v. 11, n. 6, p. 419- 430, Oct. 1990.
- BRENNAN, Niamh. Boards of directors and firm performance: is there an expectations gap? **Corporate Governance**, v. 14, N. 6, p. 577-593, Nov. 2006.
- CHO, Myeong-Hyeon. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, n. 47, p. 103-121, 1998.
- CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.
- CLAESSENS, Stijn; FEIJEN, Erik; LAEVEN, Luc. Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions. **Journal of Financial Economics**, v. 88, p. 554-580, June 2008.
- DAILY, Catherine; DALTON, Dan R. Bankruptcy and corporate governance: the impact of board composition and structure. **Academy of Management Journal**, v. 37, n. 6, p. 1603-1617, Dec. 1994a.
- \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment. **Strategic Management Journal**, v. 15, n. 8, p. 64-654, Oct. 1994b.
- \_\_\_\_\_; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Politics Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.
- DENIS, Diane K.; McCONNELL, John. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36, Mar. 2003.
- FACCIO, Mara. Politically connected firms. **The American Economic Review**, v. 96, n. 1, p. 369-386, mar. 2006.
- FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, p. 288-307, 1980.
- \_\_\_\_\_; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law Economics**, v. 26, p. 301-305, 1983.
- FAN, Joseph P. H.; WONG, T. J.; ZHANG, Tianyu. 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, Jan. 2007.
- FISMAN, Raymond. Estimating the value of political connections. **American Economic Review**, v. 4, n. 91, p. 1095-1102, 2001.
- GOLDMAN, E.; ROCHOLL, J.; SO, J. Do politically connected boards affect firm value? **The Review of Financial Studies**, Vol. 22, Issue 6, p. 2331-2360, 2009.
- HART, Oliver. Corporate governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, v. 105, p. 678-689, 1995.
- HILLMAN, Amy J. Corporate political strategy formulation: a model of approach, participation, and strategy decisions. **Academy of Management Review**, v. 24, n. 4, p. 825-842, 1999.
- \_\_\_\_\_. Politicians on the board of directors: do connections affect the bottom line? **Journal of Management**, v. 31, n. 3, p. 464-481, 2005.

\_\_\_\_\_; CANNELLA Jr., Albert; PAETZOLD, Ramona L. The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change. **Journal of Management Studies**, v. 7, n. 2, p. 235-255, Mar. 2000.

\_\_\_\_\_; HITT, Michael 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.

\_\_\_\_\_; KEIM, Gerald. International variation in the business-government interface: institutional and organizational considerations. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 193-214, 1995.

\_\_\_\_\_; ZARDKOOHI, Asghar; BIERMAN, Leonard. Corporate political strategies and firm performance: indications of firm-performance. **Strategic Management Journal**, v. 20, n. 1, Jan. 1999.

JOHNSON, Jonathan; DAILY, Catherine M.; ELLSTRAND, Alan E. Conselho de administração: a review and research agenda. **Journal of Management**, v. 22, n. 3, p. 409-438, 1996.

JOHNSON, Simon; MITTON, Todd. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. **Journal of Financial Economics**, v. 67, p. 351-382, 2003.

KEIM, Gerald; BAYSINGER, Barry. The efficacy of business political activity: competitive considerations in a principal-agent context. **Journal of Management**, v. 14, n. 2, p. 163-180, June 1988.

KOENIG, Thomas; GOGEL, Robert; SONQUIST, John. Models of the significance of interlocking corporate directorates. **American Journal of Economics and Sociology**, v. 38, n. 2, p. 173-186, Apr. 1979.

JIANG, Cao. The nature of political connections and firm value, in J. Jay Choi, Sandra Dow (ed.) Institutional Approach to Global Corporate Governance: Business Systems and Beyond, **International Finance Review**, v. 9, Emerald Group Publishing Limited, pp.461-494, 2008.

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

LI *et al.* Political connections, financing and firm performance: evidence from Chinese private firms. **Journal of Development Economics**, v. 87, p. 283-299, 2008.

LYNALL, Matthew D.; GOLDEN, Brian R.; HILLMAN, Amy J. Board composition from adolescence to maturity: a multitheoretic view. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 416-431, 2003.

MAHON, John F.; MURRAY Jr.; EDWIN, A. Strategic planning for regulated companies. **Strategic Management Journal**, v. 2, n. 3, July/Sept. 1981.

OKHMATOVSKIY, Ilya. Performance implications of ties to the government and SOEs: a political embeddedness perspective. **Journal of management studies**, 47:6, September, 2010.

PEARCE II, John A. The relationship of internal versus external orientations to financial measur. **Strategic Management Journal**, v. 4, N. 4, p. 297-306, Oct./Dec. 1983.

\_\_\_\_\_; ZAHRA, Shaker, A. Board composition from a strategic contingency perspective. **Journal of Management Studies**, v. 29, n. 4, p. 411-438, July 1992.

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

\_\_\_\_\_; SALANCIK, Gerald R. **The external control of organizations: a resource dependence perspective**. Stanford, California: Stanford Business Books, 2003.

- PITTMAN, Russell. Market structure and campaign contributions. **Public Choice**, v. 31, p. 37-52, 1977.
- RAMALHO, Rita. The persistence of corruption: evidence from the 1992 presidential impeachment in Brazil. Disponível em: <<http://corruptionresearchnetwork.org>> Acesso em: 12/04/2009.
- REDIKER, Kenneth J.; SETH, Anju. Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. **Strategic Management Journal**, v. 16, p. 85-99, 1995.
- SAMUELS, David 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.
- \_\_\_\_\_. Money, elections, and democracy in Brazil. **Latin American Politics and Society**, v. 43, n. 2, p. 27-48, 2001b.
- \_\_\_\_\_. 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.
- SCHOORMAN, F. David; BAZERMAN, Max H.; ATKIN, Robert S. Interlocking directorates: a strategy for reducing environmental uncertainty. **Academy of Management Review**, v. 6, n. 2, p. 243-251, 1981.
- \_\_\_\_\_; REHBEIN, Kathleen; CRAMER, Roxy D. Pursuing strategic advantage through political means: a multivariate approach. **Academy of Management Journal**, v. 45, n. 4, p. 659-672, 2002.
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.
- \_\_\_\_\_; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. LII, n. 2, p. 737-783, June 1997.
- SILVA, André L. C.; GRAMINHO, Flávia Mourão. Campaign finance and corporate governance: the case of Brazil. **Corporate Ownership & Control**, v. 3, n. 2, p. 125-136, 2005.
- THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, p. 689-705, 2000.
- TITMAN, Sheridan; WESSLS, Roberto. The determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, v. 43, n. 1, Mar. 1988.
- VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAM, V. Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches. **Academy of Management Review**, v. 11, n. 4, p. 801-814, Oct. 1986.
- WESTPHAL, James D. Collaboration in the boardroom: behavioral and performance consequences of CEO-board social ties. **Academy of Management Journal**, v. 42, n. 1, Feb. 1999.
- YOFFIE, David B. How an industry builds political advantage. **Harvard Business Review**, p. 82-89, v. 44, n. 3, p. 7-24, May/June 1988.
- ZAHRA, Shaker A.; PEARCE II, John A. Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model. **Journal of Management**, v. 15, n. 2, p. 291-334, June 1989.
- TITMAN, Sheridan; WESSLS, Roberto. The determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, v. 43, n. 1, Mar. 1988.
- WOOLDRIDGE, J. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Cambridge, MA: MIT Press, 2003.