

CONEXÕES POLÍTICAS E DECISÕES DE RETENÇÃO DE CAIXA

Elizamar Costa Sousa

Universidade Federal De Goiás

Aletheia Ferreira Da Cruz

Universidade Federal De Goiás

Agradecimentos

Agradecemos o apoio institucional do Newton Fund, British Academy e Capes.

Resumo

Este estudo teve como objetivo investigar as conexões políticas das empresas brasileiras ativas listadas na B3, não financeiras, e suas relações nas decisões de retenção de caixa no período de 2010 a 2018. Dentre as novas estratégias de gerenciamento da liquidez, a literatura tem apontado às conexões políticas como um importante determinante para a decisão de retenção de caixa, uma vez que podem facilitar o acesso a recursos financeiros, a concessão de empréstimos para projetos que não são rentáveis e a favores regulatórios que minimizam o risco do negócio. Neste estudo, definiu-se como empresa conectada politicamente, àquela que estabelecesse algum tipo de conexão com políticos nos cargos públicos de vereador, prefeito, deputado estadual e federal, governador, senador e presidente nas eleições de 2010, 2012, 2014, 2016 e 2018. Os dados sobre as eleições foram manualmente coletados a partir das informações disponibilizadas pelo Tribunal Superior Eleitoral (TSE) e integradas às bases de dados do RiskFinLab da USP, de governança corporativa das companhias listadas na B3 e da Economatica®, de 2010 a 2018, com frequência anual em valores originais. Na amostra avaliada de 229 empresas, com um total de 2.061 observações, identificou-se que, na média, 10,62% das firmas tiveram candidatos durante as eleições, e destes 7,04% foram eleitos. O estudo revelou que as empresas conectadas apresentam, na média, uma retenção de caixa maior (12,1%), do que as demais empresas listadas (7,0%). Além disso, a média do tamanho das empresas conectadas politicamente é maior que as não conectadas. Empregando regressão com dados em painel de efeitos fixos e erros robustos, os resultados apontam para um efeito complementar entre as decisões de caixa e as conexões políticas, sugerindo que as empresas mantêm reservas de caixa para pagamento de propinas que viabilizem o acesso ao crédito externo de baixo custo e às informações privilegiadas que afetem o negócio no futuro. O estudo também identificou que grandes empresas conectadas politicamente acumulam 7,8% mais dinheiro do que as pequenas firmas e que as empresas conectadas politicamente altamente alavancadas detêm, em média, 55,3% menos dinheiro do que as empresas conectadas com baixa alavancagem.

Palavras-chave: conexões políticas, retenção de caixa, precaução.

CONEXÕES POLÍTICAS E DECISÕES DE RETENÇÃO DE CAIXA**RESUMO**

Este estudo teve como objetivo investigar as conexões políticas das empresas brasileiras ativas listadas na B3, não financeiras, e suas relações nas decisões de retenção de caixa no período de 2010 a 2018. Dentre as novas estratégias de gerenciamento da liquidez, a literatura tem apontado às conexões políticas como um importante determinante para a decisão de retenção de caixa, uma vez que podem facilitar o acesso a recursos financeiros, a concessão de empréstimos para projetos que não são rentáveis e a favores regulatórios que minimizam o risco do negócio. Neste estudo, definiu-se como empresa conectada politicamente, àquela que estabelecesse algum tipo de conexão com políticos nos cargos públicos de vereador, prefeito, deputado estadual e federal, governador, senador e presidente nas eleições de 2010, 2012, 2014, 2016 e 2018. Os dados sobre as eleições foram manualmente coletados a partir das informações disponibilizadas pelo Tribunal Superior Eleitoral (TSE) e integradas às bases de dados do RiskFinLab da USP, de governança corporativa das companhias listadas na B3 e da Economatica®, de 2010 a 2018, com frequência anual em valores originais. Na amostra avaliada de 229 empresas, com um total de 2.061 observações, identificou-se que, na média, 10,62% das firmas tiveram candidatos durante as eleições, e destes 7,04% foram eleitos. O estudo revelou que as empresas conectadas apresentam, na média, uma retenção de caixa maior (12,1%), do que as demais empresas listadas (7,0%). Além disso, a média do tamanho das empresas conectadas politicamente é maior que as não conectadas. Empregando regressão com dados em painel de efeitos fixos e erros robustos, os resultados apontam para um efeito complementar entre as decisões de caixa e as conexões políticas, sugerindo que as empresas mantêm reservas de caixa para pagamento de propinas que viabilizem o acesso ao crédito externo de baixo custo e às informações privilegiadas que afetem o negócio no futuro. O estudo também identificou que grandes empresas conectadas politicamente acumulam 7,8% mais dinheiro do que as pequenas firmas e que as empresas conectadas politicamente altamente alavancadas detêm, em média, 55,3% menos dinheiro do que as empresas conectadas com baixa alavancagem.

Palavras-chave: conexões políticas, retenção de caixa, precaução.

1. INTRODUÇÃO

Os gestores financeiros consideram as decisões sobre liquidez corporativa entre as mais importantes escolhas da empresa, devido à possibilidade de financiar os investimentos futuros (Bodnar et al., 2019), à gestão corporativa de liquidez, opções de desinvestimentos corporativos e à receita da venda de ativos (Schlingemann et al., 2002).

Dentre as decisões de liquidez, a retenção de caixa é aquela que oferece aos gestores maior flexibilidade financeira no processo decisório sobre investimentos e financiamentos, e reduz o risco corporativo em função de incertezas futuras. Dessa forma, torna-se essencial para as empresas estabelecerem outras estratégias corporativas de liquidez que permitam a retenção mínima de caixa sem expô-las aos riscos (Acharya et al. 2014).

Dentre as novas estratégias de gerenciamento da liquidez, a literatura tem apontado às conexões políticas como um importante determinante para a decisão de retenção de caixa, uma vez que podem facilitar o acesso a recursos financeiros (Faccio, 2006; Khwaja & Mian, 2005; Wu et al., 2010), a concessão de empréstimos para projetos que não são rentáveis (Faccio, 2006) e a favores regulatórios que minimizam o risco do negócio (Li et al., 2008).

A importância das conexões políticas para a liquidez corporativa foi apontada em Holmström e Tirole (1998). Segundo os autores, o governo interfere na liquidez corporativa usando políticas macroeconômicas que afetam os agentes econômicos, limitando ou

beneficiando as empresas ao propor assistência financeira (*bailouts*), regulações setoriais, operações de mercado aberto, negociações sobre políticas públicas e sociais e gerenciamento/refinanciamento de dívidas. Em razão disso, ter conexões com o governo pode minimizar a necessidade de se manter caixa em função da exposição aos riscos que a empresa estaria sujeita caso não tivesse esta ligação com o ente público.

Saeed et al. (2014) reforçaram que a conexão política permite o melhor gerenciamento da liquidez corporativa, dado que as intervenções do governo afetam a rotatividade da empresa, seu risco e suas oportunidades de investimento. Ainda segundo esses autores, as empresas que têm conexão política podem evitar financiamentos por causa do tratamento privilegiado de estatais, principalmente de bancos.

Consequentemente, essas empresas conectadas podem não ter o incentivo para manter tanto dinheiro quanto as firmas que não possuem tais relacionamentos (efeito substituição). Entretanto, o acesso fácil a fundos externos, com conflitos de agência entre políticos e gestores pode levar as empresas a manter grandes reservas de caixa para fomentar esquemas de corrupção, por exemplo, (efeito complementar) (Saeed *et al.*, 2014).

Estudos recentes sobre conexões políticas e liquidez de Bao et al. (2012); Lin et al. (2019); Yang et al. (2012) também sugerem que em mercados emergentes, as conexões políticas podem ajudar as empresas a garantir empréstimos bancários ou a se tornarem listadas publicamente.

Alabass *et al.* (2019); Boubakri et al. (2013); Ullah e Kamal (2017) encontraram resultados nos quais a relação entre a conexão política e a retenção de caixa apresentaram efeito complementar, isto é, as empresas conectadas politicamente mantiveram mais reservas de caixa do que as não conectadas, mostrando que a conexão política é um fator determinante para a retenção de caixa das empresas.

Ainda que no Brasil, estudos tenham abordado a relação entre conexão política e desempenho (Camilo, 2011; Camilo et al., 2012; Cruz & Parente, 2018; da Silva *et al.*, 2018), bem como a relação com decisões de investimento no mercado de capitais (Macedo *et al.*, 2015), endividamento (Kayo, 2018) e estrutura de propriedade (Brey et al., 2011; Brey, et al., 2013; Brey *et al.*, 2014), pesquisas que relacionam a conexão política com as decisões de liquidez corporativa são lacunas a serem exploradas.

Dentre as estratégias de gerenciamento da liquidez corporativa, a retenção de caixa é considerada uma das mais relevantes (Almeida *et al.*, 2004). Dada a importância das decisões de caixa e dos achados sobre os efeitos das conexões políticas encontrados pela literatura internacional (Boubakri *et al.*, 2013; Hill *et al.*, 2014; Lin *et al.*, 2019; Alabass *et al.*, 2019, Xu & Li, 2018; Kusnadi, 2019; Saeed *et al.*, 2014; Ullah & Kamal, 2017) na manutenção de caixa corporativo, esta pesquisa pretende responder ao seguinte questionamento: **Qual é a relação entre as conexões políticas e as decisões de retenção de caixa nas empresas brasileiras?**

Assim, o objetivo deste trabalho é investigar as conexões políticas das empresas brasileiras ativas listadas na B3, não financeiras, e suas relações nas decisões de retenção de caixa no período de 2010 a 2018. O estudo proporciona contribuições teóricas e práticas ao discutir tanto sobre o impacto das conexões políticas nas decisões de retenção de caixa das empresas estabelecidas no Brasil quanto sobre a avaliação do fato de as empresas serem beneficiadas seja por acesso ao crédito mais barato seja em função da obtenção de informação antecipadamente de forma privilegiada.

Para alcançar o objetivo da pesquisa, esse artigo está estruturado em mais quatro seções, além desta introdução. Enquanto os fundamentos teóricos do tema que subsidiam o modelo empírico serão abordados na segunda seção, o procedimento metodológico estará na terceira, na qual serão apresentados o processo de construção das variáveis e o modelo estatístico utilizado. A quarta seção será reservada para a apresentação e discussão dos resultados. Por fim,

são apresentadas as considerações finais, limitações e sugestões de pesquisa futura.

2. REVISÃO TEÓRICA

Essa seção visa apresentar os principais referenciais teóricos que tratam sobre retenção de caixa, conexão política e os principais estudos sobre os impactos da conexão política na retenção de caixa. Após as fundamentações teóricas, a hipótese de pesquisa é apresentada.

2.1. RETENÇÃO DE CAIXA

A liquidez corporativa é uma das mais relevantes decisões financeiras, não apenas pela importância natural do dinheiro para a manutenção das operações da empresa, mas também para o gerenciamento do negócio, estratégia financeira, governança interna e macro ambiente externo (Ye, 2018, p.1054).

Dentre os instrumentos de liquidez corporativa, o caixa representa um valioso e estratégico ativo que motiva as empresas a retê-lo para garantir o funcionamento do ciclo operacional do negócio (fatores transacionais), financiar potenciais investimentos (motivos especulativos) e proteger a firma contra diversos riscos corporativos (motivos de precaução) (Acharya et al., 2014; Almeida et al., 2004; Opler et al., 1999).

Além disso, a retenção de caixa também pode ocorrer por razões de entrincheiramento (motivos de agência) (Dittmar et al., 2003; Harford, 1999; Jensen & Meckling, 1976), fiscais (Thakur & Kannadhasan, 2019), acessibilidade (Faulkender & Wang, 2006) e culturais (Pinkowitz & Williamson, 2001).

A literatura sobre os determinantes de retenção de caixa ampliou-se em especial após a crise financeira internacional de 2008, com o propósito de compreender os motivos que levaram as empresas a aumentarem consideravelmente a manutenção de dinheiro em caixa e equivalentes (Cruz *et al.*, 2019).

Ao determinar o nível ideal de reservas em dinheiro, as empresas deve considerar o custo marginal de manter ativos líquidos (menor retorno) com seu benefício marginal, minimizando os custos de transação e oportunidades de investimento (Opler *et al.* (1999); Opler et al. (2001); Ozkan & Ozkan (2004)).

Para Faulkender e Wang (2006), se não houvesse custos para manter os excessos de dinheiro, o satisfatório seria que a empresa mantivesse reservas de caixa para não incorrer nos custos de transação associados à captação de recursos externos.

Embora a retenção de caixa gere custos, a falta dela, segundo Carracedo (2010 p.47), conduziria a empresa a tomar algumas das seguintes ações: obter novos recursos pelo mercado de capitais, alienar outros ativos, reduzir os investimentos, cortar dividendos ou renegociar os empréstimos existentes. Contudo, qualquer dessas alternativas envolveria custos de transação, de modo que, para evitá-los, a empresa optaria pela manutenção do caixa.

Para compreender os motivos de retenção de caixa corporativo, Ferreira e Vilela (2004) usaram uma amostra de empresas de capital aberto dos países da união européia de 1987 a 2000. A partir de 6.387 observações, os autores forneceram evidências de uma relação negativa significativa entre retenção de caixa, dívida bancária e tamanho do negócio. Além disso, perceberam que as empresas mantêm mais caixa quando há maiores oportunidades de investimento e quando os fluxos de caixa são maiores. Por fim, Ferreira e Vilela (2004) sugerem que em países com melhor proteção aos investidores e estrutura de propriedade concentrada, as empresas retêm menos caixa do que nos países que não têm essas características.

Quanto às sensibilidades de fluxo de caixa, Almeida *et al.* (2004) usaram uma amostra de empresas de manufatura de 1971 a 2000 para examiná-las usando estas abordagens: política de pagamento corporativo, tamanho de ativos, classificações de títulos, organização de papéis comerciais. Os resultados constataram que a retenção de caixa deve variar ao longo

do ciclo de negócios.

Por outro turno, Sanvicente et al. (2015) apresentaram em seus estudos, realizados em 264 empresas brasileiras listadas na B3, no período de 1994 a 2013, argumentos para explicar as oscilações da retenção de caixa no Brasil. Os autores concluíram que na amostra avaliada a retenção de caixa pode ser explicada pelo motivo de precaução, dado que o risco (volatilidade do fluxo de caixa) estudado não foi significativo.

2.2 CONEXÕES POLÍTICAS

As conexões políticas podem ser entendidas como relações entre empresas e políticos (Camilo *et al.*, 2012; Pinheiro *et al.*, 2016), visando a conquista de vantagens ou incentivo em troca de beneficiamento ou financiamento de campanha (Bazuchi et al., 2013) ou propinas. Ou seja, ambas as partes procuram atender interesses específicos (Camilo *et al.*, 2012).

A prática de conexões políticas é antiga no Brasil, tendo início em 1930, quando empresários financiaram a campanha eleitoral de Getúlio Vargas para presidente do país. Nesse sentido, as empresas dependem de recursos e para consegui-los procuram aumentar os vínculos com políticos de modo a facilitar o alcance dos objetivos (Pinheiro *et al.*, 2016).

A literatura brasileira tem abordado a relação de conexões políticas com desempenho das empresas (Camilo, 2011; Camilo *et al.*, 2012; Cervi, 2010; Cruz & Parente, 2018; da Silva *et al.*, 2018), estrutura de propriedade (Brey *et al.*, 2011), decisões de investimento (Macedo *et al.*, 2015), políticas corporativas (Kayo, 2018) e grupos empresariais (Costa et al., 2013), conforme melhor detalhado no apêndice.

O estudo das relações firma-governo realizado por Camilo *et al.* (2012) demonstrou que a exploração de canais de conexão com o ambiente externo possibilita o aumento de valor da empresa, medidos pelos indicadores Q de tobin e Market-to-book. Os autores encontraram uma associação positiva e significativa entre as relações governamentais e a geração de valor para a empresa. Conforme Camilo *et al.* (2012), a conexão política gera uma expectativa favorável ao futuro da empresa por meio do acesso facilitado a financiamentos e a captação de recursos para os negócios, garantindo o fluxo de capitais essenciais à continuidade e à geração de valor corporativo.

Inclusive Pinheiro *et al.* (2016) reforçam que as conexões políticas são benéficas para as empresas, tendo em vista que fortalecem as implicações das estratégias políticas, interferindo na concorrência, e por consequência, na competitividade, ao influenciarem a criação de leis e de regras que possam tanto prejudicar novos entrantes, quanto limitá-los no que diz respeito à exploração de determinadas atividades, fazendo com que a política interfira no mercado.

Pinheiro *et al.* (2016) verificaram a amostra de 132 empresas brasileiras listadas na B3 que utilizaram doações oficiais de campanha de 2014 como proxy para as conexões política, mas não encontraram diferenças estatísticas entre o desempenho das empresas conectadas politicamente e o das demais no ano de 2014. Entretanto, os autores constataram uma associação entre conexões políticas e expressivo tamanho da empresa, confirmando os achados de Camilo *et al.* (2012).

Para Holmström e Tirole (1998), o governo pode interferir na liquidez corporativa usando políticas macroeconômicas que afetam os agentes econômicos, beneficiando ou limitando as empresas ao propor pacotes de assistência financeira (*bailouts*), regulações setoriais, operações de mercado aberto, negociações sobre seguro-desemprego e previdência social e gerenciamento/refinanciamento de dívidas. Iniciando a pesquisa sobre o vínculo entre as conexões políticas e as decisões de liquidez corporativa.

2.3 CONEXÕES POLÍTICAS E RETENÇÃO DE CAIXA

Estudos empíricos mostram que as conexões políticas aumentam o valor da empresa

(Faccio, 2006; Goldman et al., 2008), melhoram o acesso a financiamentos (Faccio, 2006) e facilitam mudanças ou continuidade de políticas governamentais nas empresas (Faccio, 2006). Segundo Faccio (2006) as conexões políticas podem fortalecer e estabilizar os fluxos de caixa futuros e mitigar a probabilidade de choques adversos, bem como influenciar o acesso ao capital. Dessa forma, essas conexões devem reduzir o custo e beneficiar a liquidez corporativa.

Examinando a interação as políticas de caixa e conexões políticas, Hill *et al.* (2014) avaliaram as empresas americanas no período de 1998 a 2006. Os autores usaram a atividade de *lobby* corporativo como proxy para conexão política, concluindo que, enquanto os estoques de caixa corporativo são afetados por preocupações estratégicas, as conexões políticas mais fortes, forjadas por meio de atividades de *lobby* reduzem a demanda das empresas por dinheiro.

Analisando o impacto da conexão política no valor das reservas de caixa, Kusnadi (2019) avaliou uma amostra de empresas de vinte e quatro países no período de 1997 a 2001. A partir de 8373 observações, o autor identificou que as conexões políticas não afetam o valor das reservas de caixa nas empresas observadas. Entretanto, ao segregar a amostra, o pesquisador descreveu que as conexões políticas estão negativamente associadas ao valor das reservas de caixa, utilizando como referência empresas em mercados emergentes e países com altos níveis de corrupção. Ainda segundo análises de Kusnadi (2019), conexões políticas agravam a assimetria de informação entre gerentes e acionistas de empresas internacionais.

A relação entre estrutura de capital e a conexão política foi analisada por Faccio (2006) em uma amostra de 450 empresas politicamente conectada de 35 países durante 1997 a 2002. De acordo com o autor, as empresas politicamente conectadas têm maior acesso ao financiamento por dívida e usam mais alavancagem em suas estruturas de capital. Essa relação, consoante o autor, explica-se em função da redução da percepção de risco de inadimplência por credores que consideram a maior probabilidade de intervenção do governo durante alguma crise.

Além disso, Faccio (2006) também sugere que as conexões políticas influenciam a alocação de capital por meio do mecanismo de assistência financeira e afirma que conexões são particularmente comuns em países com níveis mais elevados de corrupção, em contrapartida às nações com regulamentações que estabelecem limites mais rigorosos em relação a conflitos de interesses políticos e com sistemas institucionais mais transparentes.

A análise dos dois efeitos competitivos da conexão política (complementar e substitutos) às reservas de caixa foi feita Saeed *et al.* (2014), por meio de argumentos concorrentes para a relação. O primeiro argumento do autor reflete que as empresas que têm conexão podem evitar o financiamento por causa do tratamento privilegiado de estatais, principalmente o de bancos e, conseqüentemente, podem não ter o incentivo para manter tanto dinheiro como as que não possuem tais relacionamentos (efeito substituição). O segundo argumento aponta que o fácil acesso a fundos externos, com conflitos de agências entre políticos e gestores pode levar as firmas a manter grandes reservas de caixa (efeito complementar) (Saeed *et al.*, 2014).

A partir dos contextos apresentados e dos resultados das pesquisas de Hill *et al.* (2014), Lin et al. (2019), Xu e Li (2018) e Kusnadi (2019) esta pesquisa hipotetiza que:

H_{1A} (Efeito de substituição): empresas conectadas politicamente retêm menos caixa do que aquelas não conectadas.

Com base nos argumentos de Boubakri et al. (2013), Alabass et al. (2019), Ullah e Kamal (2017) e Saeed et al. (2014) esta pesquisa hipotetiza que:

H_{1B} (Efeito complementar): empresas conectadas politicamente retêm mais caixa do que aquelas não conectadas.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para investigar a hipótese proposta da relação entre conexão política e retenção de caixa, utilizou-se uma amostra de empresas brasileiras listadas e ativas na B3 S.A (Brasil, Bolsa, Balcão, bolsa de valores oficial do Brasil) no período de 2010 a 2018. A amostra aplicada excluiu as empresas financeiras, seguradoras e de participações, em função de sua particularidade na gestão, em especial por estarem expostas à distintas regulações no que tange à necessidade de manutenção de caixa (Saeed *et al.*, 2014). Consistente com a pesquisa de Saeed *et al.* (2014) foram consideradas apenas as empresas ativas em 2018. Após tais ajustes, a amostra avaliada foi de 229 empresas, com um total de 2.061 observações no período estudado.

A escolha do período temporal do estudo foi feita em função dos dados disponibilizados pelo RiskFinLab da USP, de governança corporativa das companhias listadas na B3, bem como as informações disponibilizadas pelo Tribunal Superior Eleitoral (TSE) das eleições de 2010, 2012, 2014, 2016 e 2018. Os dados para a construção das proxies de conexões políticas abrangeram as últimas cinco eleições para os cargos públicos de vereador, prefeito, deputado estadual e federal, governador, senador e presidente, que apresentavam pelo menos uma conexão com qualquer uma das empresas, seja pela participação no Conselho de administração, seja como diretor estatutário, por meio de algum comitê corporativo e/ou como membro da família no corpo acionário da empresa.

As informações cedidas sobre governança corporativa abrangeram os dados sobre composição dos conselhos e comitês, planos de remuneração dos gestores, estrutura de propriedade, dados sobre empresas familiares, históricos de processo de auditoria e os relatórios dos auditores, diretores e conselhos, citando como fontes: GetDFPData (quantidade de dados importados por meio da internet com o uso de pacote R especializado para dados financeiros e econômicos), B3 e CVM.

A coleta de dados ocorreu manualmente para as conexões políticas, através do confronto da listagem de candidatos disponibilizada pela TSE e a listagem de pessoas físicas das empresas listadas na B3 que participaram do conselho de administração, comitês corporativos, famílias e diretores estatutários.

Semelhante à estratégia utilizada por Saeed *et al.* (2014), se o nome completo (primeiro, meio e sobrenome) do candidato listado nas eleições pelo TSE corresponder exatamente ao nome completo de diretores, conselheiros, acionistas, indicados na lista de governança corporativa, essa empresa será considerada politicamente conectada.

Quanto aos dados referentes às demonstrações contábeis destas empresas, foram coletados no banco de dados Economatica®, de 2010 a 2018, com frequência anual em valores originais.

3.1 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

A variável dependente utilizada nesse estudo é retenção de caixa, calculada como caixa e equivalentes dividido pelo ativo total líquido no final de cada ano, em consonância com Hill *et al.* (2014); Ullah e Kamal (2017); Xu e Li (2018).

A variável de interesse deste estudo é conexão política. Acerca da definição, considerou-se a da literatura da área, que diz que uma empresa conectada politicamente é aquela que possui pelo menos um membro que se candidatou ou exerceu algum cargo político (Boubakri *et al.*, 2013; Faccio, 2006; Khwaja & Mian, 2005; Saeed *et al.*, 2014). Para esse trabalho, foram construídas duas proxies para conexão política, uma considerando apenas a participação do membro da empresa na disputa eleitoral e outra levando em conta se tal membro efetivamente foi eleito para o cargo.

Ainda similar à pesquisa de Saeed *et al.* (2014), considerou-se a conexão para todo o mandato. Dessa forma, exemplificando, a empresa que apresentou conexão política em 2012, o

será por todo o período do mandato, valendo dessa disposição para os períodos posteriores ao ano eleitoral, desde que o membro continue com vínculos com a empresa. Assim, conforme indicado na Tabela 1 a distribuição das empresas conectadas apresentou alterações somente após período eleitoral (2010, 2012, 2014, 2016 e 2018). Observou-se que, na média, 10,62% das firmas tiveram candidatos durante as eleições, e destes 7,04% foram eleitos.

Tabela 1
Distribuição da amostra das empresas conectadas no período de 2010 a 2018.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Nº empresas observadas	229	229	229	229	229	229	229	229	229	2.061
Nº empresas conectadas	26	26	12	12	30	30	27	27	29	219
Nº empresas conectadas efetivas	16	16	7	7	20	20	20	20	19	145
% empresas conectadas	11,35	11,35	5,24	5,24	13,10	13,10	11,79	11,79	12,66	10,62
% empresas conectadas efetivas	6,98	6,98	3,06	3,06	8,73	8,73	8,73	8,73	8,30	7,04

Nota. Fonte: elaboração própria com base nos dados obtidos na pesquisa

Utilizamos sete variáveis de controle que, conforme literatura afetam o caixa corporativo, mas especificamente, tamanho da empresa, oportunidades de crescimento, capital de giro líquido, fluxo de caixa operacional, gastos de capital, alavancagem e pagamento de dividendos. As variáveis que foram utilizadas, condizente com os estudos de Saeed *et al.* (2014) são as sinalizadas na Tabela 2.

Tabela 2
Definição das variáveis dependente e independente do estudo.

Variáveis	Definições
Variável dependente	
Cash	Retenção de caixa: consiste na soma de caixa e equivalentes dividido pelo ativo total
Variável independente	
CP	Conexão política: considera-se empresa conectada politicamente aquela que possui algum membro do conselho de administração, comitê, diretoria que tenha participado como candidato das eleições. Dummy para conexão política, 1 caso haja relação e 0 para o contrário.
CPR	Conexão política efetiva: consiste na empresa conectada politicamente no qual o candidato, tenha sido eleito. Dummy para conexão política efetiva, 1 caso seja eleito na campanha e 0 para o contrário.
Variáveis de controle	
Size	Tamanho da empresa: consiste no logaritmo natural do total de ativos.
Nwcash	Capital de giro líquido: consiste no capital de giro (working capital) menos caixa, dividido pelo total de ativos.
Lev	Alavancagem: total de dívida dividido pelo total dos ativos. Considera-se total da dívida o total de empréstimos circulante e não circulante.
Growth	Market-to-book: consiste nas oportunidades de crescimento da empresa. Valor total de mercado dividido pelo patrimônio líquido.
Capex	Gastos de capital: índice das despesas de capital dividido pelo total dos ativos.
Ocflow	Fluxo de caixa operacional: consiste no lucro operacional dividido pelo ativo total.
Divd	Dummy para dividendos pagos, sendo 1 se houve pagamento no ano e 0 se não ocorreu.

Nota. Fonte: elaboração própria com base nos dados obtidos na pesquisa

Semelhante aos estudos de Belghitar e Khan (2013); Boubakri *et al.* (2013); Hill *et al.* (2014); Opler *et al.* (2001); Ozkan e Ozkan (2004) e Saeed *et al.* (2014), a retenção de caixa corporativo é usada como variável dependente nesse estudo, sendo medida pelo resultado de caixa e equivalente dividido pelo total de ativos líquidos, representando pela sigla Cash. Essa medida que tem sido amplamente empregada na literatura financeira (Li *et al.*, 2008) reflete os ativos de maior liquidez do demonstrativo de balanço.

A conexão política, representada pela sigla “CP” é a variável independente, cuja escolha obedeceu à abordagem clássica de Faccio (2006), sendo que a dummy igual à 1 se o acionista controlador da empresa, diretores, conselheiros ou membros de comitês corporativos estiver ligado a política, ou partido político e 0 caso contrário. Avaliamos a listagem de membros das empresas catalogadas pela base de governança corporativa e associamos à listagem de candidatos das últimas cinco eleições (2010, 2012, 2014, 2016 e 2018). Resumindo, uma empresa é considerada conectada se pelo menos um membro é político. Entende-se como político o indivíduo que constava como candidato nas eleições aferidas (Saeed *et al.*, 2014).

A conexão política efetiva, representada pela sigla “CPR” consiste na relação mais forte entre firma-governo, visto que o candidato conseguiu êxito no processo eleitoral.

Seguindo os pesquisadores, foram acrescentadas variáveis de controle que podem afetar o caixa corporativo (Li *et al.*, 2008), melhor detalhadas abaixo:

- **Tamanho da empresa:** o tamanho da empresa (Size) é mensurado pelo logaritmo natural do total de ativos. De acordo com Opler *et al.* (1999), empresas maiores geralmente retêm menos caixa. Todos os estudos analisados utilizaram essa variável como relevante controle na pesquisa (Alabass *et al.*, 2019; Boubakri *et al.*, 2013; Hill *et al.* 2014; Lin *et al.*, 2019; Xu & Li, 2018; Saeed *et al.*, 2014 e Ullah & Kamal, 2017).

- **Capital de giro líquido:** consiste em uma proxy de liquidez representada pela soma de capital de giro menos caixa e equivalentes dividido pelo total de ativos (Saeed *et al.*, 2014).

- **Alavancagem:** identificada como Lev é usada como total da dívida, composta pelos empréstimos e financiamentos divididos pelos ativos líquidos. Se a dívida for suficientemente restritiva, as empresas usarão o caixa para reduzir a alavancagem, resultando em uma relação negativa entre caixa e alavancagem (Almeida *et al.*, 2004; Bates *et al.*, 2009).

- **Growth:** Oportunidades de investimento, firmas com melhores oportunidades de crescimento valorizam mais o caixa, uma vez que é oneroso para essas empresas serem financeiramente limitadas (Dutra *et al.*, 2018; Kim *et al.*, 1998).

- **Capex:** representado pela soma das despesas de capital dividido pelo ativo total. Se as despesas de capital originarem ativos que possam ser usados como garantia, a capacidade da dívida pode ser aumentada e a demanda por caixa ser reduzida (Almeida *et al.*, 2004; Bates *et al.*, 2009).

- **Ocflow:** usado para capturar os efeitos dos fluxos de caixa operacionais, representado pelo lucro antes depreciação e amortização, menos despesas financeiras, imposto de renda e dividendos, dividido pelo total de ativos (Saeed *et al.*, 2014).

- **Divd:** utilizada variável dummy, sendo 1 para contemplar as empresas que distribuíram dividendos e 0 as contrárias (Saeed *et al.*, 2014).

3.2 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 3 relata as estatísticas resumidas de todas as variáveis do estudo, a coluna A aborda todas as empresas brasileiras listadas na B3. A coluna B apresenta o resumo estatístico das empresas brasileiras conectadas politicamente (CP) e a coluna C mostra o resumo estatístico das empresas brasileiras efetivamente conectadas (CPR). A média de empresas politicamente conectadas (CP) e conectadas efetivamente (CPR) é de 10,62% e 7,04%, respectivamente, o que significa que cerca de 10,6% em todas as observações de empresas

listadas no Brasil apresenta conexão política.

As empresas conectadas apresentam na média uma retenção de caixa maior (12,1%), enquanto 7,0 % em todas as empresas listadas. Além disso, a média do tamanho das empresas conectadas é maior (15,5% e 15,6% contra 14,47%).

O número total de observações foi de 2.061, sendo que as empresas conectadas apresentaram percentuais de 219 para os candidatos cujo nome aparece nos cargos de governança das firmas e 145 para os candidatos eleitos, ou seja, com sucesso nas eleições, sendo que essas observações representam 10,62% e 7,04% para CP e CPR, respectivamente.

Tabela 3
Estatística descritiva

Variáveis	Empresas brasileiras (n=2061)			Empresas conectadas politicamente (n=219)			Empresas conectadas politicamente efetivamente (n=145)		
	Média	Desvio Padrão	Mediana	Média	Desvio Padrão	Mediana	Média	Desvio Padrão	Mediana
Cash	0.070	0.0433	0.042	0.121	0.220	0.058	0.137	0.262	0.057
Size	14.474	1.999	14.625	15.501	1.580	15.419	15.615	1.649	15.639
Growth	16.935	179.89	8.659	23.926	98.442	11.840	26.874	117.681	13.334
Nwcash	-0.237	1.113	-0.013	-0.081	0.048	-0.075	-0.078	0.085	-0.073
Ocflow	-0.159	1.107	0.054	0.087	0.132	0.021	0.220	0.066	0.242
Capex	0.052	0.113	0.038	0.058	0.064	0.043	0.057	0.064	0.042
Lev	0.566	2.999	0.299	0.317	0.205	0.314	0.309	0.216	0.300
Divd	0.138	0.345	0	0.036	0.188	0	0.041	0.200	0

Fonte: elaboração própria com base nos dados obtidos na pesquisa

Semelhante a Saeed *et al.* (2014), as empresas conectadas e não conectadas diferem em outros possíveis determinantes das reservas de caixa, observa-se que as médias das variáveis de controle Growth, Nwcash, Ocflow, Capex e Divd são superiores na amostra das empresas conectadas quando comparadas com as não conectadas.

3.3 MODELO ECONOMETRICO

O modelo econométrico utilizado para responder o objetivo e a hipótese dessa pesquisa foi baseado em Saeed *et al.* (2014), que verificou o efeito das conexões políticas nas reservas de caixa corporativo empregando regressão com dados em painéis, conforme Equação 1:

$$Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CP + \beta_n Size_i + \beta_n Growth_i + \beta_n Nwcash_i + \beta_n Ocflow_i + \beta_n Capex_i + \beta_n Lev_i + \beta_n Divd_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Em que:

Cash_{it} = a retenção de caixa_i, no período t, é definido pela métrica da soma de caixa e equivalentes divididos pelo total de ativos.

CP = conexão política, variável dummy que é igual a 1 se uma empresa é politicamente conectada e 0 caso contrário

Size = tamanho ou porte, logaritmo natural do total de ativos

Growth = oportunidades de crescimento, medido pelo índice *price earnings ratio*

Nwcash = Capital de giro líquido, calculado pela soma de capital de giro menos caixa dividido pelo total de ativos.

Ocflow = fluxo de caixa operacional, lucro antes da depreciação e amortização menos despesas de juros, impostos e dividendos, divididos pelo total de ativos.

Capex = gastos de capital, proporção de investimento sobre ativos totais.

Lev = alavancagem, razão entre a dívida total sobre o ativo total.

Divd = pagamento de dividendos, variável dummy igual a 1 se a firma pagar dividendos

no ano e 0 caso contrário

ε_i = representa o erro

Conforme mencionado, estratificou-se a variável de interesse (conexão política) em dois modelos com base na literatura existente, atribuindo à Equação 1 para o membro da empresa que se apresentou como candidato nas eleições municipais, estaduais e federais nos anos de 2010 a 2018 e a Equação 2 para os políticos eleitos.

Substituindo a variável de conexão política pela conexão efetiva, quando o candidato é eleito na eleição, tem-se o modelo adaptado abaixo:

$$Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CPR + \beta_n Size_i + \beta_n Growth_i + \beta_n Nwcash_i + \beta_n Ocflo_i + \beta_n Capex_i + \beta_n Lev_i + \beta_n Divd_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

O efeito substituto das conexões políticas varia de acordo com as características das empresas (Saeed *et al.*, 2014). Nesse caso, para examinar essa premissa, as equações 1 e 2 foram aumentadas com termos de interação, onde todas as variáveis de controle específicas da empresa são interagidas com a variável conexão política, visto que o coeficiente de um determinado termo interativo mede se a relação entre as conexões políticas e a retenção de caixa difere em função da característica relevante da firma (Saeed *et al.*, 2014).

Para estimar tais efeitos foram empregadas as Equações 3 e 4 conforme segue:

Equação 3 para conexão política:

$$Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CP + \beta_n Size_i + \beta_n Growth_i + \beta_n Nwcash_i + \beta_n Ocflo_i + \beta_n Capex_i + \beta_n Lev_i + \beta_n Divd_i + \beta_n CPxSize_i + \beta_n CPxGrowth_i + \beta_n CPxNwcash_i + \beta_n CPxOcflo_i + \beta_n CPxCapex_i + \beta_n CPxLev_i + \beta_n CPxDivd_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

Equação 4 para conexão política efetiva:

$$Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CPR + \beta_n Size_i + \beta_n Growth_i + \beta_n Nwcash_i + \beta_n Ocflo_i + \beta_n Capex_i + \beta_n Lev_i + \beta_n Divd_i + \beta_n CPRxSize_i + \beta_n CPRxGrowth_i + \beta_n CPRxNwcash_i + \beta_n CPRxOcflo_i + \beta_n CPRxCapex_i + \beta_n CPRxLev_i + \beta_n CPRxDivd_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

Utilizou-se o teste de Hausman para avaliar a escolha do modelo estimado por efeitos fixos ou estimado por efeitos aleatórios. Nos testes estatísticos VIF foi possível identificar os problemas de multicolinearidade para as variáveis de controle: capital de giro líquido (Nwcap – VIF 21.09) e fluxo de caixa operacional (Ocflo – VIF 21.09). Entretanto, as outras variáveis não apresentaram problemas de multicolinearidade pelo teste VIF, conforme Tabela 4.

Tabela4

Resultados da estatística VIF das variáveis do modelo.

Variáveis	VIF	1/VIF
Nwcap	21.09	0.047420
Ocflo	21.09	0.047411
Size	1.14	0.880616
Lev	1.04	0.964615
Divd	1.02	0.979150
CPR	1.03	0.969671
CP	1.04	0.960155
Capex	1.02	0.980847
Growth	1.06	0.946386

Nota. Fonte: elaboração própria com base nos dados obtidos na pesquisa

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A análise das correlações, elaboradas pela correlação de Pearson, entre as conexões

políticas e as reservas de caixa é apresentada nas Tabelas 5 e 6.

Tabela 5
Matriz de correlação de Conexão Política (CP)

	Cash	CP	Size	Growth	Nwcap	Ocflow	Capex	Lev	Divd
Cash	1.0000								
CP	0.0823***	1.0000							
Size	0.0355*	0.1787***	1.0000						
Growth	-0.1440***	0.0077	0.0367	1.0000					
Nwcap	-0.3293***	-0.0339	-0.1544***	-0.0069	1.0000				
Ocflow	-0.0584***	-0.0208	-0.1537***	-0.0491**	0.9618***	1.0000			
Capex	-0.0266	0.0189	0.0489**	0.0895***	-0.0075	-0.0157	1.0000		
Lev	-0.0734***	-0.0224	-0.1595***	-0.0160	0.0695***	0.0521**	-0.0276	1.0000	
Divd	-0.2286***	-0.0841***	-0.2913***	-0.0193	0.0678***	0.0464**	-0.0395*	0.0230	1.0000

Nota. A tabela 5 apresenta as definições de cada variável abordada e os valores de p, ajustados para heterocedasticidade são relatados conforme significância. ***significância de 0,01% **significância de 0,05% *significância de 0,10% . Fonte: elaboração própria com base nos dados obtidos na pesquisa

A Tabela 5 mostra a matriz de correlação da amostra estudada. Constata-se que retenção de caixa (Cash) e tamanho da empresa (size) estão significativa e positivamente correlacionadas com a proxy de conexão política, CP, sugerindo potencialmente algum grau de relação entre essas variáveis do estudo.

Percebe-se também na Tabela 5 que a variável representativa de conexão política apresenta correlação negativa e significativa com a variável dividendos (Divd), enquanto as reservas de caixa (Cash) sugerem correlação negativa e significativa com as variáveis tamanho (Size), gastos de capital (Capex), alavancagem (Lev) e dividendos (Divd). Observa-se que não há alta correlação entre as variáveis explicativas (acima de 0,70), o que reduz problemas de multicolinearidade.

Quando a variável conexão política efetiva (CPR) substitui a outra proxy do estudo, CP, observa-se na Tabela 6 que as correlações e significâncias entre as variáveis se mantêm.

Tabela 6
Matriz de correlação de Conexão Política Efetiva (CPR)

	Cash	CPR	Size	Growth	Nwcap	Ocflow	Capex	Lev	Divd
Cash	1.0000								
CPR	0.0898***	1.0000							
Size	0.0355*	0.1588***	1.0000						
Growth	-0.1440***	-0.0002	0.0367	1.0000					
Nwcap	-0.3293***	-0.0318	-0.1544***	-0.0069	1.0000				
Ocflow	-0.0584***	-0.0164	-0.1537***	-0.0491**	0.9618***	1.0000			
Capex	-0.0266	0.0127	0.0489**	0.0895***	-0.0075	-0.0157	1.0000		
Lev	-0.0734***	-0.0187	-0.1595***	-0.0160	0.0695***	0.0521**	-0.0276	1.0000	
Divd	-0.2286***	-0.0629***	-0.2913***	-0.0193	0.0678***	0.0464**	-0.0395*	0.0230	1.0000

Nota. ***significância de 0,01% **significância de 0,05% *significância de 0,10% Fonte: elaboração própria com base nos dados obtidos na pesquisa

A Tabela 7 mostra os resultados da regressão dos dois modelos deste estudo para testar as hipóteses da pesquisa. Seguindo Saeed *et al.* (2014), a coluna (1) do painel A evidencia apenas o resultado da regressão entre conexão política (CP) e retenção de caixa (CASH), enquanto a coluna (3) do painel B mostra apenas o output da regressão entre conexão política efetiva (CPR) e retenção de caixa (CASH). Os dados das colunas (2) e (4) mostram os resultados das regressões quando incluídas as variáveis de controle. Os coeficientes de CP (0.0893, $p < 0.10$) e CPR (0.0898, $p < 0.01$) são positivos e significativos para retenção de caixa, o que confirma a hipótese desta pesquisa H_{1B} e rejeita a hipótese de pesquisa H_{1A} no contexto brasileiro.

Os resultados empíricos são consistentes com os argumentos de Faccio (2006) e Hill *et al.* (2014) que mostram que as empresas conectadas retêm mais caixa quando há conexões políticas, potencialmente estabelecidas como uma estratégia de proteção, visto que a empresa mantém excesso de caixa para pagamentos de propinas que permitam seu acesso facilitado a fontes externas de capital e a informações privilegiadas sobre eventos que possam provocar eventuais volatilidades de fluxo de caixa ou indisponibilidade de crédito externo no futuro.

Tabela 7

Resultados do impacto da conexão política na retenção de caixa.

Variável dependente: Cash (retenção de caixa).

Variáveis Independentes	Painel A		Painel B	
	(1)	(2)	(3)	(4)
CP	0.01162**(0.031)	0.01262**(0.021)		
CPR			0.01212*(0.058)	0.01146*(0.085)
Size		-0.00099 (0.619)		-0.00092 (0.645)
Growth		-0.00176*** (0.000)		-0.00176*** (0.000)
Nwcash		-0.05316*** (0.000)		-0.05318*** (0.000)
Ocflow		-		-
Capex		-0.03633 (0.143)		-0.03532 (0.155)
Lev		0.00024 (0.755)		0.00024 (0.756)
Divd		-0.03793*(0.085)		-0.03803*(0.084)
Nº observações	2061	1561	2061	1561
R-square	0.0068	0.1200	0.0081	0.1198

***significância de 0,01% **significância de 0,05% *significância de 0,10%

Nota: Essa tabela apresenta os coeficientes para as regressões. A variável dependente é o Cash, definido como total de caixa e equivalentes, dividido pelo total de ativos líquidos. CP é uma variável dummy que é igual a 1 se uma empresa politicamente conectada e 0 caso contrário. Size é o medido pelo logaritmo natural dos ativos totais. Valores de p.value são relatados entre parênteses. **Fonte:** elaboração própria com base nos dados obtidos na pesquisa

A Tabela 8 apresenta os coeficientes para as regressões com a inserção de interações entre as diversas variáveis do estudo. O coeficiente estimado no termo de interação entre tamanho e conexão política, CPxSize, é positivo e estatisticamente significativo. O coeficiente mostra que grandes empresas conectadas acumulam (7,8%) mais dinheiro do que as pequenas firmas. Isso implica que o efeito complementar das conexões é mais forte para grandes empresas, apoiando as descobertas de Saeed *et al.* (2014).

Outro achado interessante é o sinal negativo significante para o coeficiente CPxLev, implica que as empresas conectadas politicamente altamente alavancadas detêm, em média, 55,3% menos dinheiro do que as empresas conectadas com baixa alavancagem. O coeficiente CPx Ocflow também foi negativo e significativo, sugerindo que o fluxo de caixa seja 39,1% menor em empresas conectadas politicamente. Os coeficientes CPxCapex e CPx Divd foram omitidos do resultado em decorrência de colinearidade. No entanto, o coeficiente estimado entre a interação CPxSize não apresentou relação.

Tabela 8

Resultados do impacto das interações entre conexão política na retenção de caixa

Variável dependente: Cash	(retenção de caixa)
Variáveis independentes	Modelo 5
CP	-0.06298 (0.237)
Size	0.00058 (0.751)
Growth	-0.00137*** (0.000)
Nwcash	-0.05004*** (0.000)
Ocflow	-
Capex	-0.02367 (0.335)
Lev	-0.00019 (0.792)
Divd	-0.03297 (0.113)

CPxSize	0.00087 (0.799)
CPx Growth	0.00051 (0.000)
CPxNwcash	-0.67623***(0.000)
CPxOcflow	0.73509***(0.000)
CPxCapex	-0.00557 (0.950)
CPxLev	-0.00472(0.840)
CPxDivd	-
Nº observações	1561
R-square	0.000

Nota. ***significância de 0,01% **significância de 0,05% *significância de 0,10%

Essa tabela apresenta os coeficientes para as regressões. Valores de p.value são relatados entre parênteses.

Fonte: elaboração própria com base nos dados obtidos na pesquisa

A Tabela 9 apresenta os coeficientes para as regressões agora utilizando as interações das conexões políticas efetivas. O coeficiente estimado no termo de interação entre tamanho e conexão política efetiva, CPRxSize, é negativa e estatisticamente significativa. O coeficiente revela que grandes empresas conectadas efetivamente acumulam 10% menos dinheiro do que as pequenas firmas. Isso implica que o efeito substituto das conexões é mais forte para grandes empresas conectadas efetivamente. Esse resultado aponta que a conexão política apresenta diferentes aspectos em decorrência de uma conexão mais forte quando o executivo é realmente eleito.

Os coeficientes Ocflow e CPxDivd foram omitidos do resultado em decorrência de colinearidade. Os resultados de Saeed *et al.* (2014) também foram insignificantes os termos interativos com oportunidades de crescimento, fluxo de caixa, capital de giro líquido, e pagamentos de dividendos, sugerindo que tais interações não possuem poder determinante suficiente das decisões de retenção de caixa das empresas conectadas.

Em resumo, os resultados para as variáveis interativas complementam as conclusões sobre a relação entre as reservas de caixa e os determinantes específicos da empresa, apresentando significância para as interações CPxNwcash, CPxOcflow.

Tabela 9

Resultados do impacto das interações entre conexão política efetiva e a retenção de caixa

Variável dependente: Cash	(retenção de caixa)
Variáveis independentes	Modelo 6
CPR	-0.09976 (0.111)
Size	0.000698 (0.702)
Growth	-0.00136***(0.000)
Nwcash	-0.05043***(0.000)
Ocflow	-
Capex	-0.02142 (0.383)
Lev	0.00021 (0.779)
Divd	-0.03303 (0.116)
CPRxSize	0.00327 (0.411)
CPRx Growth	0.00058 (0.249)
CPRxNwcash	-0.66814***(0.000)
CPRxOcflow	0.72055***(0.000)
CPRxCapex	-0.055844 (0.602)
CPRxLev	-0.02573 (0.354)
CPRxDivd	-
Nº observações	1561
R-square	0.2231

***significância de 0,01% **significância de 0,05% *significância de 0,10% **Nota.** Essa tabela apresenta os coeficientes para as regressões. Valores de p.value são relatados entre parênteses.

Fonte: elaboração própria com base nos dados obtidos na pesquisa.

4.1 TESTES DE ROBUSTEZ

Para testar a robustez da relação entre as conexões políticas e retenção de caixa, substituiu-se as proxies anteriores por outra proxy para empresas conectadas politicamente no modelo econométrico original. Seguindo Camilo *et al.* (2012); Costa *et al.* (2013); Cruz e Parente (2018); Kayo (2018) e Pinheiro *et. al.* (2016), utilizou-se como proxy para conexões políticas as doações das empresas nas campanhas eleitorais de 2002, 2006, 2010 e 2014. Isso posto, definiu-se que uma empresa é conectada politicamente se realizou doações de qualquer espécie para qualquer candidato em qualquer cargo nas eleições nacionais.

Nessa amostra, 2% das empresas estão conectadas politicamente por meio dessas doações. Os resultados, no entanto, não indicam relação estatística significativa entre as variáveis do estudo.

Tabela 10

Resultados dos testes de robustez

Variáveis independentes	Painel
CP	-0.3047(0.146)
Size	-0.0268(0.134)
Growth	-
Nwcash	-
Ocflow	-
Capex	-0.1231(0.485)
Lev	-0.0275(0.105)
Divd	-0.9582*(0.085)
Nº observações	90
R-square	0.000

Nota. ***significância de 0,01% **significância de 0,05% *significância de 0,10% Essa tabela apresenta os coeficientes para as regressões. A variável dependente é o Cash, definido como total de caixa e equivalentes, dividido pelo total de ativos líquidos. CP é uma variável dummy que é igual a 1 se uma empresa politicamente conectada e 0 caso contrário. Considerada conectada a empresa que realizou doações nas campanhas eleitorais. Valores de p.value são relatados entre parênteses. Fonte: elaboração própria com base nos dados obtidos na pesquisa

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As decisões sobre liquidez corporativa estão entre as mais importantes da empresa, pois permite maior flexibilidade financeira no processo decisório sobre investimentos e financiamentos, bem como reduz o risco corporativo em função de incertezas futuras.

Um debate considerável tem sido estabelecido pela literatura de finanças quanto aos motivos teóricos que levam as empresas a reterem caixa, sendo as conexões políticas nas firmas um desses determinantes para a manutenção de reservas de caixa corporativo.

Dado a relevância do tema, este estudo avaliou o impacto das conexões políticas nas decisões financeiras relativas à manutenção de caixa, visando compreender se a empresa conectada politicamente retém menos caixa (efeito de substituição) ou mais caixa (efeito complementar) quando comparada às não conectadas.

Os resultados apoiam o efeito complementar para as empresas conectadas politicamente. Com base na pesquisa percebe-se que há uma relação positiva e significativa entre conexões políticas e a retenção de caixa corporativo para as medidas de conexão política (CP) e conexão efetiva (CPR), no qual o membro do conselho da empresa alcançou êxito no processo eleitoral. Comparando as empresas conectadas politicamente com as não conectadas, a quantidade de dinheiro em caixa é maior nas empresas conectadas, similar aos argumentos de Boubakri *et al.* (2013), Alabass *et al.* (2019), Ullah e Kamal (2017) e Saeed *et al.* (2014).

Os resultados mostram que as conexões políticas podem interferir e desempenhar um papel relevante nas decisões de finanças corporativas no que diz respeito à retenção de caixa. À medida que novas bases de dados sobre conexões políticas tornarem-se disponíveis, novos

estudos poderão compreender melhor as relações e aplicar, inclusive, outras metodologias que permitam determinar melhor causalidade, como por exemplo técnicas de aprendizagem de máquina.

REFERÊNCIAS

- Acharya, V., Almeida, H., Ippolito, F., & Perez, A. (2014). Credit lines as monitored liquidity insurance: Theory and evidence. *Journal of Financial Economics*, 112(3), 287 – 319.
- Alabass, H. S. H. H., Harjan, S. A., Teng, M., & Shah, S. S. H. (2019). The Impact of Corporate Political Connections on Corporate Financial Decisions Evidence from an Emerging Market.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777 – 1804.
- Banerji, S., Duygun, M., & Shaban, M. (2018). Political connections, bailout in financial markets and firm value. , 50, 388-401. *Journal of Corporate Finance*, 50, 388 – 401.
- Bao, D., Chan, K. C., & Zhang, W. (2012). Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 18, 690 – 700.
- Baoa, X., Johanb, S., & Kutsuna, K. (2014). Do political connections matter in accessing capital markets? Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 29, 24-41. , 29, 24 – 41.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985 – 2021.
- Bazuchi, K. R. V., Zacharias, S. A. D. S., Broering, L. W., Arreola, M. F., & Bandeira-de-Mello, R. (2013). The role of home country political resources for Brazilian multinational companies. *BAR-Brazilian Administration Review*, 10(4), 415 – 438.
- Belghitar, Y., & Khan, J. (2013). Governance mechanisms, investment opportunity set and SMEs cash holdings. *Small Business Economics*, 40(1), 59 – 72.
- Bodnar, G. M., Giambona, E., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2019). A view inside corporate risk management. *Management Science*.
- Boubakri, N., Ghoual, S. E., & Saffar, W. (2013). Cash holdings of politically connected firms.
- Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Alberton, A. (2011). A estrutura de propriedade das corporações: conexões políticas sob a perspectiva da dependência de recursos. *Revista Ibero Americana de Estratégia*, 10(3), 126 – 146.
- Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., & de Mello, R. B. (2013). Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, 15(1).
- Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., & de Mello, R. B. (2014). Conexões políticas em estruturas de propriedade o governo como acionista em uma análise descritiva. *Revista de Administração*.
- Camilo, S. P. O. (2011). Conexões políticas e desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa: análise sob a ótica da governança e da dependência de recursos.
- Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões políticas e desempenho um estudo das firmas listadas na BM&FBovespa. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*.
- Carracedo, A. C. (2010). *Determinantes da reserva de caixa das empresas brasileiras* (Tese de Doutorado não publicada). Fundação Getúlio Vargas.
- Cervi, E. U. (2010). Financiamento de campanhas e desempenho eleitoral no Brasil: análise das contribuições de pessoas físicas, jurídicas e partidos políticos às eleições de 2008 nas capitais de Estado.
- Chen, N. (2011). Securities laws, control of corruption, and corporate liquidity: International evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 19(1), 3 – 24.
- Costa, M., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2013). Influência da conexão política na

- diversificação dos grupos empresariais brasileiros. *RAE-Revista de Administração de Empresas*.
- Cruz, A. F., Kimura, H., & Sobreiro, V. A. (2019). What Do We Know About Corporate Cash Holdings? A Systematic Analysis. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 77-143
- Cruz, P. Y. G., & Parente, P. H. N. (2018). Desempenho e conexão política no Brasil uma análise a partir das eleições de 2014. *Navus Revista de Gestão e Tecnologia*, 8(3), 8 – 22.
- da Silva, J. C., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). A Influência das Conexões Políticas no Custo de Capital e no Desempenho das Empresas Listadas na B3. *Brazilian*.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111 – 133.
- Dutra, V. R., Sonza, I. B., Ceretta, P. S., & Galli, O. C. (2018). Determinants of Cash Retention in Brazilian Companies: An Analysis After the 2008 Crisis. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 12(3).
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American economic review*, 96(1), 369 – 386.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957 – 1990.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10, 295 – 319.
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2008). Political connections and the allocation of procurement contracts. *Unpublished paper*.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969 – 1997.
- Hill, M. D., Fuller, K. P., Kelly, G. W., & Washam, J. O. (2014). Corporate cash holdings and political connections. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(1), 123 – 142.
- Holmström, B., & Tirole, J. (1998). Private and public supply of liquidity. *Journal of Political Economy*, 106, 1 – 40.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323 – 329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. , 3(4), 305-360. *Journal of financial economics*, 3(4), 305 – 360.
- Kayo, E. K. (2018). Political connections, subsidized loans, and capital structure adjustments. In *Anpad*. Rio de Janeiro.
- Khwaja, A. I., & Mian, A. (2005). Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(4), 1371 – 1411.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of financial and quantitative analysis*, 33(3), 335 – 359.
- Kusnadi, Y. (2019). Political connections and the value of cash holdings. *Finance Research Letters*.
- Li, H., Meng, L., Wang, Q., & Zhou, L. A. (2008). Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. *Journal of development economics*, 87(2), 283 – 299.
- Lin, T. J., Chang, H. Y., Yu, H. F., & Kao, C. P. (2019). The impact of political connections and business groups on cash holdings: Evidence from Chinese listed firms. *Global Finance Journal*, 40, 65 – 73.
- Ling, L., Zhou, X., Liang, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016). Political connections, overinvestments

- and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, 18, 328 – 333.
- Macedo, J. M. A., Silva, C. A. T., & Machado, M. A. V. (2015). Conexões políticas e as empresas brasileiras um estudo experimental sobre as decisões de investimento no mercado de capital. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(2), 157 – 178.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3 – 46.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2001). Corporate cash holdings. *Journal*
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28, 2103 – 2134.
- Pinheiro, B. G., Luca, M. M. M. D., & de Vasconcelos, A. C. (2016). Conexões políticas nas maiores companhias listadas na BM&FBovespa. *READ-Revista Eletrônica de Administração*, 22(2), 394 – 418.
- Pinkowitz, L., & Williamson, R. (2001). Bank power and cash holdings: Evidence from Japan. *The Review of Financial Studies*, 14(4), 1059 – 1082.
- Saeed, A., Belghitar, Y., & Clark, E. (2014). Theoretical motives of corporate cash holdings and political connections: firms level evidence from a developing economy. *International Review of Applied Economics*, 28(6), 813 – 831.
- Sanvicente, A. Z., Koshio, S., Nakamura, W. T., & Nisiyama, E. K. (2015). Cash holdings in Brazilian listed companies, 1999-2013. In *Xv encontro brasileiro de finanças*.
- Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., & Walkling, R. A. (2002). Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets. *Journal of financial Economics*, 64(1), 117 – 144.
- Smith, J. D. (2016). US political corruption and firm financial policies. *Journal of Financial Economics*, 121(2), 350 – 367.
- Thakur, B. P. S., & Kannadhasan, M. (2019). Corruption and cash holdings: Evidence from emerging market economies. *Emerging Markets Review*, 38, 1 – 17.
- Ullah, S., & Kamal, Y. (2017). Board characteristics, political connections, and corporate cash holdings: The role of firm size and political regime. *Business & Economic Review*, 9(1), 157 – 179.
- Wu, W., Wu, C., & Rui, O. M. (2010). Ownership and the value of political connections.
- Xu, X., & Li, Y. (2018). Local corruption and corporate cash holdings Sheltering assets or agency conflict. *China journal of accounting research*, 11(4), 307 – 324.
- Yang, J., Lian, J., & Liu, X. (2012). Political connections, bank loans and firm value. *Nankai Business Review International*, 3(4), 376 – 397.
- Ye, Y. (2018). A Literature Review on the Cash Holding Issues. *Modern Economy*, 9(06), 1054.