

EFEITO DAS DOAÇÕES DE CAMPANHA SOBRE O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

Fernanda Da Silva Rodrigues

FundaÇÃO Instituto Capixaba De Pesquisas Em Contabilidade, Economia E Finanças

Talles Vianna Brugni

*FundaÇÃO Instituto Capixaba De Pesquisas Em Contabilidade, Economia E Finanças/Pontifícia Universidade Católica
Do Rio De Janeiro (puc-rio)*

Resumo

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

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

**EFEITO DAS DOAÇÕES DE CAMPANHA SOBRE O MERCADO ACIONÁRIO
BRASILEIRO****RESUMO**

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

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

1. INTRODUÇÃO

A incerteza política está associada à dificuldade de se prever o que acontecerá no futuro (Bloom, 2014), sendo observada no período que antecede as eleições e tornando-se mais evidente após a definição dos candidatos presidenciais (Pasquariello & Zafeiridou, 2014). Está também associada à qualidade do mercado financeiro, impactando, principalmente, o volume de negociação e liquidez do mercado (Pasquariello & Zafeiridou, 2014). Ao fazer a análise de eleições nacionais em nível global, Li, Li e Xu (2018) destacaram que a insegurança política tem mais influência em países com menor proteção ao investidor e balanços, com resultados de eleições mais incertos e com governos em favor de empresas de setores mais politicamente sensíveis e em firmas com maior assimetria de informação.

Para tentar amenizar os efeitos da incerteza, as empresas utilizam-se de estratégias que visam estabelecer conexões políticas, embasando-se no cenário internacional (Cao, Fernando, & Tripathy, 2018; Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012; Claessens, Feijen, & Laeven, 2008), onde é instituída a presença do *lobby* corporativo (Smith, 1985; Cao, Fernando, & Tripathy, 2018), com intuito de garantir interesses particularizados e não necessariamente o da coletividade (Hill, Kelly, Lockhart, & Van Ness, 2013; Wellman, 2017; Seligman & Mello, 2018). Por sua vez, Cao, Fernando e Tripathy (2018) articulam que o *lobby* pode ser definido como uma forma de alinhamento político, que consiste em uma das estratégias utilizadas pelas empresas para obter algum benefício, por meio de Atividade Política Corporativa (CPA). Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012) e Cao, Fernando e Tripathy (2018) argumentam que as CPAs são resultado do desenvolvimento e implementação de estratégias políticas corporativas, no intuito promover táticas para reduzir o impacto de incertezas políticas futuras.

Em um cenário estratégico, as conexões são realizadas de forma planejada pelas empresas para que aumentem sua capacidade de interação com os legisladores, melhorando, assim, a qualidade das informações recebidas e, conseqüentemente, seu retorno (Wellman, 2017). As conexões políticas, tendem a auxiliar as empresas em tempos de crise, pois o mercado entende empresas conectadas podem obter vantagem em tempos de crise (Li, Li & Xu, 2018). Já na visão de Santos e Cunha (2015), o *lobby* pode gerar efeitos negativos, afinal, uma vez que o interesse do doador, possa se sobressair aos interesses população, mas também pode gerar efeitos positivos, pois permite maior transparência entre políticos e apoiadores.

O Brasil justifica-se como campo de pesquisa pela dimensão e importância do cenário político Brasileiro, no qual o financiamento de campanhas eleitorais e a ausência da regulamentação do *lobby* proporciona a existência de conexões políticas (Brey, Camilo, Marcon & Bandeira-de-Mello, 2013; Goes, Martins & Vasconcelos, 2016; Cao, Fernando, & Tripathy, 2018; Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012), que podem interferir no mercado de ações (Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012; Lin, Shen & Wang, 2016). Considerando que no Brasil o *lobby* não é regulamentado, mas as contribuições de campanha sim, esta pesquisa respondeu ao seguinte problema: como as doações de campanha praticadas pelas empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) influenciam o retorno, o volume de negociação e a volatilidade do preço das ações? Nesse sentido, a pesquisa teve por objetivo verificar qual a influência das doações para financiamento de campanha presidencial no retorno, no volume e na volatilidade do preço das ações das empresas listadas na B3.

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

A fim de viabilizar a análise e alcançar o objetivo, a pesquisa utilizou-se da Teoria da Sinalização como fonte para dissociação e para estudo dos grupos de empresas doadoras e empresas não doadoras disponíveis na B3. A pesquisa engloba as empresas listadas na B3, nos períodos de campanha para eleições gerais entre 2002 e 2014. A amostra dispõe de informações contábeis e financeiras, obtidas na base de dados Economática®, sendo que os detalhamentos de doações para financiamento de campanha foram coletados no *website* do Tribunal Superior Eleitoral (TSE). Para capturar o efeito da incerteza política no mercado financeiro, utilizou-se a metodologia de estudo de eventos com o propósito de evidenciar a reação do mediante a doação para financiamento de campanha presidenciais.

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

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Doações e Sistemas de Financiamento

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

Goes, Martins e Vasconcelos (2016) ressaltam que, no Brasil, as empresas que realizam financiamento de campanha efetuam doações para diversos partidos, no intuito de fortalecer as alianças partidárias beneficiando as empresas, já que podem obter uma quantidade

maior de aliados políticos, diferentemente de outros países, cujo *lobby* é regulamentado e as empresas apresentam apoio para um único partido (Hill *et al.*, 2013), no Brasil as empresas apresentam apoio todos os partidos. Nesse caso, o risco é de não estabelecer as conexões do *lobby* caso o candidato apoiado não seja eleito (Smith, 1985; Cao, Fernando & Tripathy 2018). Diante das divergências apontadas na literatura, é possível que países com possibilidades de alianças partidárias mais flexíveis apresentem efeitos diferentes das conexões sobre o retorno, a volatilidade dos preços e o volume de negociação das ações das empresas.

Desse modo, diante dos reflexos eleitorais e visando resguardar o interesse coletivo, entende-se que é necessário ocorrer um efetivo controle das doações e outros fatores que possam influenciar nas campanhas (Santos & Cunha 2015; Goes, Martins, & Vasconcelos, 2016). Assim, no Brasil, a Lei nº 4.740 (1965) estabelece as primeiras diretrizes para Fundo de Assistência aos Partidos Políticos, posteriormente à Lei nº 9.096, de 19 de setembro de 1995, que trata dos Partidos Políticos, e define a adoção de modelo misto de financiamento de campanha eleitoral no Brasil. Entretanto, diante de relatos de corrupção envolvendo conexões estabelecidas entre empresas, políticos e partidos (Seligman & Mello, 2018) incentivaram a criação da Lei nº 13.165 (2015), que estabelece a inconstitucionalidade das contribuições de campanha realizadas por pessoas jurídicas. Posteriormente, o Fundo Especial de Financiamento de Campanha, por meio da Lei nº 13.487, de 6 de outubro de 2017 e a Lei nº 13.488, de 6 de outubro de 2017, exclui o financiamento de campanhas eleitorais por pessoas Jurídicas.

Desse modo, esta pesquisa leva em consideração pleitos anteriores às Leis nº 13.487 e 13.488, de 6 de outubro de 2017, pois tem o intuito de observar se doações a partidos ou a políticos tendem a interferir de forma significativa aspectos importantes do mercado financeiro, tais como o retorno, volume de negociação, além da volatilidade do volume e do preço de ações no mercado acionário brasileiro. Assim, esse estudo se caracteriza como ponto de partida para futuras investigações da nova legislação para doações para financiamento, uma vez, que as conexões estabelecidas por meio das doações tendem a prosseguir na figura da pessoa física.

2.2. Incerteza Política, Lobby e Efeito das Doações no Mercado Financeiro

A incerteza política em período eleitoral é cada vez mais relevante no mercado acionário (Goodell, & Vähämaa, 2013). Brown, Harlow e Tinic (1988) desenvolveram e testaram a teoria de que diante de um cenário de incerteza, as informações imprevistas afetam a decisão dos investidores avessos ao risco, de modo a provocar um aumento sistemático do risco e do valor esperado no retorno das ações. Isso ocorre, pois na ocasião de informação incerta, é natural que a reação do investidor vise a opção de menor risco, levando o mercado a ter comportamentos mais cautelosos, estabelecendo de preços mais baixos, dificultando a previsão do retorno.

Dessa forma, à medida que essa incerteza é dissipada ou resolvida, o risco tende a diminuir fazendo com que os preços desses ativos sejam reajustados (Doukas, Kim, & Pantzalis, 2000). Fazendo uma análise sobre as respostas do mercado frente ao período eleitoral, Khan, Aman e Khan (2015) observaram a volatilidade do volume de preços das ações da bolsa de valores de Karachi no Paquistão, durante as eleições nacionais para o período de 1997 a 2013, sugerindo que as notícias relacionadas às eleições nacionais afetaram o mercado financeiro durante o período que antecedeu as eleições e posterior a elas.

Assim, seja, impactando positivamente ou negativamente, notam-se evidências de que há conexão entre mercado acionário e política (Doukas, Kim, & Pantzalis, 2000; Bradley, Pantzalis, & Yuan, 2016). Desse modo, após as eleições uma diferença nos retornos ocorreria quando as políticas aprovadas pelos partidos se desviassem sistematicamente do que o mercado antecipa, sendo que tais resultados são mais significantes quando a empresa analisada apresenta doações realizadas para o partido que está no poder (Santa-Clara & Valkanov, 2003).

No cenário brasileiro, as empresas adotam práticas semelhantes às empresas internacionais. Entretanto, Goes, Martins e Vasconcelos (2016) destacam que as empresas

efetuam doações para diversos partidos políticos, o que não ocorre em países com *lobby* regulamentado. Todavia, ainda que o *lobby*, não possua regulamentação no Brasil (Santos & Cunha, 2015), não inibe as empresas brasileiras de estabelecerem estratégias de *lobby* (Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012). Nesse sentido, alguns autores, como Brey *et al.* (2013), Goes, Martins e Vasconcelos (2016), Seligman e Mello, (2018), Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012), tratam das doações como *lobby* com o termo “conexões políticas”.

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

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

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

Diante da literatura evidenciada, observa-se uma vasta associação entre interesses políticos e empresariais, que são tratados por meio de estratégias de *lobby* (Santa-Clara & Valkanov 2003; Lin, Shen & Wang, 2016; Civilize, Wongchoti & Young, 2015; Cooper, Gulen & Ovtchinnikov, 2010; Brey *et al.*, 2013; Goes, Martins & Vasconcelos, 2016; Seligman & Mello, 2018; Camilo; Marcon & Bandeira-de-Mello, 2012; Santos & Cunha, 2015). Contudo, considerando que no Brasil as empresas tendem a realizar doações de campanha para diversos partidos, Goes, Martins e Vasconcelos (2016), entende-se que o efeito de estratificação da amostra por partidos vencedores/perdedores não é possível de ser realizado, consistindo em uma limitação natural da amostra deste trabalho, considerando o ambiente político e de *lobby* brasileiro. Nesse sentido, a primeira hipótese a ser levantada no estudo é:

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

Há evidências de que as conexões políticas realizadas entre as empresas participantes do mercado e os partidos políticos impactam no desempenho do mercado financeiro (Cooper, Gulen & Ovtchinnikov, 2010; Lin, Shen, & Wang, 2016; Pastor & Veronesi, 2012; Santa-Clara & Valkanov, 2003; Wisniewski & Moro, 2014), sendo as doações uma das estratégias políticas corporativas adotada para estabelecer a conexão entre firma e político. Assim, considerando o sentimento de incerteza política que envolve o período eleitoral e o período de adaptação ao novo governo, (Pastor & Veronesi, 2012), as empresas que realizam doações para financiamento aumentaram substancialmente seu desempenho (Cao, Fernando, & Tripathy, 2018), causando efeitos distintos no volume de negociação das ações, sendo observado a

deterioração do volume negociado nos anos que antecedem as eleições, dado a incerteza política mais elevada, entretanto, pode causar melhora nos anos posteriores (Pastor & Veronesi, 2012).

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

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

Diante do cenário das eleições presidenciais nos EUA, Goodell e Vähämaa (2013) observaram o efeito do período eleitoral, os preços das ações, os lucros e a volatilidade do mercado acionário, enfatizando que a incerteza das eleições presidenciais possui relação direta às políticas a serem adotadas pelo país. Karpoff (1987) justifica que a volatilidade nos preços das ações é a relação entre volume e preço da ação, que tende a ser mais relevante em mercados com fluxos mais voláteis. Por sua vez, Krol (2014), relata que nesses períodos a insegurança política internacional afetam a volatilidade das ações de países economicamente desenvolvidos e industrializados, causando um efeito ainda maior em países menos desenvolvido.

Cooper, Gulen e Ovtchinnikov (2010) destacam ainda que, a depender do grau de corrupção do país, a resposta do mercado diante de anúncios de mudanças no grau de conexão política é mais significativa. Nesse sentido, Pastor e Veronesi (2012), destacam que as estratégias políticas corporativas visam amenizar o impacto das mudanças na política e no governo, encontrando evidências de que na incerteza do período eleitoral influencia na volatilidade e correlações dos retornos das ações, demonstrando que há relação entre a escolha de políticas governamentais e a volatilidade do volume e dos preços das ações.

Os autores evidenciam ainda que a incerteza política define um prêmio de risco maior em condições econômicas menos estáveis, sendo evidenciado em dois grupos distintos de pesquisa: I) aqueles que utilizam estudo de eventos para demonstrar os efeitos do progresso da incerteza política e sua conexão com o mercado acionário; e II) aqueles que utilizam índices mensais para realizar a correlação entre a incerteza política e o mercado acionário (Pastor & Veronesi, 2012). Desse modo, as firmas que fazem doação para financiamento de campanha e que estabelecem conexões políticas, podem ser vistas como investimentos mais seguros e, conseqüentemente, são mais interessantes para os investidores em períodos de campanha, reduzindo, portanto, a volatilidade nos retornos e no volume de negociação. Nesse sentido, a terceira hipótese a ser levantada no estudo é:

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

3. METODOLOGIA

O presente estudo possui características positivistas, pois tem o intuito de explicar um fenômeno partindo da identificação e observação da relação entre os objetos observados (Cunha, Rausch, & da Cunha, 2010). A abordagem metodológica é de caráter empírico-analítica, visto que a pesquisa busca explicação para a relação entre doações, retorno, volume e volatilidade do preço das ações e do volume de negociação, por meio da variável de interação entre doação e eleição.

Por seu objetivo, a pesquisa está classificada como pesquisa explicativa. A pesquisa explicativa tem por finalidade aprofundar o conhecimento da realidade e explicar o porquê dos

fatos, integrando estudos mais elaborados, devido a necessidade de explicar a ocorrência de determinado fenômeno (Raupp & Beuren, 2006). A pesquisa utiliza procedimentos técnicos classificados como bibliográficos, uma vez que coleta informações elaborado e discutidas por outros autores, como artigos científicos, livros e legislações, assim como a análise empírica e sistemática de dados por meio de variáveis dependentes, independentes e de controles.

O conjunto de dados utilizados na elaboração da base amostral dispõe de informações contábeis e financeiras, obtidas na Base de Dados do *software* Economática®. Já os detalhamentos de doações para financiamento de campanha foram coletados no sítio do Tribunal Superior Eleitoral (TSE). As informações sobre o crescimento interno brasileiro por habitante, PIB a preços constantes fora coletado do site do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Sistema de Contas Nacionais Referência 2010 (IBGE/SCN– PIB Real -Trimestral de 1997 T1 até 2018 T2).

A população inicial coletada para estudo atinge o conjunto das empresas listadas na B3, com o status ativo e cancelado, de 2002 a 2015, no intuito de observar os efeitos das doações nos pleitos de 2002, 2006, 2010 e 2014, anos em que ocorreram eleições gerais para Presidente da República, Governador, Senador, Deputado Federal, Deputado Estadual e Distrital, conforme determinação da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. A amostra se restringe às empresas listadas na B3, por possuírem informações contábeis e financeiras que são disponíveis ao público e fiscalizadas por entidades competentes, além de obedecerem a controles rigorosos. Os períodos eleitorais da amostra se limitam a 2014, devido à publicação da ADI nº 4.650, que modifica a estrutura de doações para a realização de campanhas eleitorais no Brasil.

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

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

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

Onde:

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

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

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

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

O Retorno foi calculado pela seguinte fórmula:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (2)$$

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

Para viabilizar a verificação da Hipótese 2, de que as empresas que realizam doações para financiamento de campanhas nas eleições gerais, tendem a ter maior volume das ações comparado ao volume das empresas não doadoras. Foi observado o volume financeiro das empresas listadas na B3, para tanto o Volume V_{Ano} assume o papel de variável dependente (Y). Para o alcance do objetivo proposto, e por trabalhar com janelas de eventos, o conceito de volume segue Wisniewski e Moro (2014), que utilizam a metodologia de estudo de eventos para avaliar o volume acumulado das ações.

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

$$V_{Mit} = QAções_{it} \times Vuni.das Ações_{it} \quad (3)$$

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

$$V_{it} = \ln(\Sigma V_{Mit}) \quad (4)$$

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

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

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

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

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

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

Para aferir eventual influência das “doações” no retorno, no volume, na volatilidade dos preços e no volume de ações, o fenômeno “doação” é observado sobre duas perspectivas diferentes, sendo a primeira, uma variável quantitativa considerando como *proxy* o montante

da doação, assumindo que a soma dos valores doados pode influenciar o mercado e, posteriormente, como uma variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa tenha realizado doação e 0 caso contrário, na qual avalia se as possíveis conexões políticas estabelecidas influenciam as empresas doadoras independente do volume financeiro.

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

No sentido de promover maior robustez aos testes realizados, o modelo será submetido a controle de ano e setor, visando controlar o efeito do tempo no modelo, bem como o efeito dos diferentes setores acerca do fenômeno estudado. Para atribuição das variáveis de controle, utilizou-se indicadores pautados nas informações contábeis relevantes para o mercado acionário, observando a literatura de *lobby*, conexões políticas e mercado, no intuito de evidenciar a forma de mensuração das variáveis de controle, bem como, observar seus efeitos diante da variável dependente conforme detalhadas no Quadro 1.

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

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

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

Quadro 1: Variáveis de Controle

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

Os resultados são compostos de estatística descritiva das variáveis, e regressões lineares de dados em painel com efeito fixo de ano a fim de evidenciar a influência da doação de campanhas utilizadas para fins de eleições gerais no período de 2002 a 2014, sobre o Retorno, Volume e a Volatilidade das empresas doadoras listadas na B3. Desse modo, a Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis, visando auxiliar na compreensão do comportamento dos dados a serem testados na sequência pelo modelo de regressão com dados em painel. Nela, observa-se que, em média, as empresas que realizam doações apresentam um retorno médio de 0.13, demonstrando uma variação mínima negativa de -0.46 e máxima positiva de 0.96; do mesmo modo, analisando a variável Volume Ano, observa-se em média o comportamento volume financeiro das empresas foi de 11.31, e oscilando entre uma variação mínima positiva de 1.06 a máxima positiva de 16.64.

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

As variáveis Dívida CP e LP, que indicam um endividamento médio das empresas de 0.49 e 0.40, respectivamente, apresentaram variação mínima de 0.00 e máxima de 10.82 e 6.09, respectivamente. A variável ROA, que representa rentabilidade sobre os ativos da empresa, demonstra uma média de rentabilidade de 0.00, variando entre o valor negativo de -1.67 a máxima positiva de 0.16. A variável Dividendos, que indica a distribuição dos dividendos sobre o lucro, apresenta média de 0.01, com variação mínima de 0.00 a máxima de 0.07. *Book-to-Market*, que representa o valor da empresa, demonstrou comportamento médio de 0.30, com mínima negativo de -25.41 e máxima positiva de 4.90. A variável TAM, que representa o tamanho da empresa demonstrou um comportamento médio da amostra de 14.44, com variação mínima de 4.37 e máxima de 17.72. A variável PIB, que representa o crescimento econômico em relação a população, apresenta média de 3.47, com mínima de 0.21 e máxima de 6.64.

Tabela 01: Estatística Descritiva

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

Fonte: Dados da pesquisa

Nota: A tabela apresenta a estatística descritiva da amostra, sendo 2.152 amostras, correspondentes a 932 empresas, com status ativo e cancelado, no período de 2002 a 2015. Média. DP significa desvio padrão. Mín. significa valor mínimo. Q1, Mediana (Q2), Q3, são os percentis 25, 50 e 75.

4.2 Resultado da Regressão

Para se evidenciar os resultados, são utilizados modelos de regressão linear, no intuito de testar as hipóteses da pesquisa e visando manter o máximo de observações, para garantir uma maior robustez nos resultados. O modelo utilizado ora assume condição para explicar a

variável retorno, ora volume e volatilidade, e objetiva verificar os efeitos das doações realizadas para fins de financiamento das eleições gerais no Brasil nos anos de 2002, 2006, 2010 e 2014.

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

Tabela 02. Resultados das regressões

Painel A								
Variável	Retorno		Volume		Volatilidade R		Volatilidade V	
	Coef.	P-Val	Coef.	P-Val	Coef.	P-Val	Coef.	P-Val
Doação	-0,01	0,14	0,06	0,03**	-0,32	0,03**	-0,01	0,04**
Dívida_CP	0,01	0,60	0,30	0,00***	-0,10	0,71	-0,02	0,15
Dívida_LP	0,03	0,11	0,35	0,01***	-0,43	0,21	0,03	0,16
Roa	0,19	0,08*	0,87	0,19	1,55	0,33	0,02	0,88
Dividendo	1,89	0,00***	12,59	0,00***	-16,64	0,32	-2,20	0,02**
BtM	0,00	0,68	0,05	0,01***	-0,07	0,36	-0,01	0,09
TAM	0,01	0,04**	1,00	0,00***	-0,21	0,20	-0,11	0,00***
PIB	-0,09	0,00***	0,29	0,00***	-0,36	0,16	-0,09	0,00***

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

Fonte de dados da pesquisa. Elaborado pela Autora

Nota: A tabela a regressão dos dados em painel de efeito fixo ano, com controle de setor, sendo 2.152 amostras, correspondentes a 932 empresas, com status ativo e cancelado, no período de 2002 a 2015. Os Coef. indicam os coeficientes. Os P-Val indicam o P-values. $p < 0,10$ *, $p < 0,05$ ** $p < 0,01$ *** indicam significância estatística a 10%, 5% e 1%. Painel A, observa a influência do montante das doações nas variáveis explicadas. Painel B, observa o comportamento das empresas doadoras em ano de eleição.

No Painel A da Tabela 2, observa-se que não é possível afirmar que as doações (tanto em termos de volume doado quanto quando analisados na forma binária) exercem influência no Retorno das empresas, de modo geral. Este resultado contribui para a rejeição da hipótese 1 da pesquisa, indo ao encontro dos achados de Silva et al. (2018), que encontraram as conexões políticas ainda que, por meio de doações para financiamento de campanhas, não reduz o custo de capital e tão pouco melhora o desempenho administrativo das empresas. O resultado confirma também os achados de Goes, Martins e Vasconcelos (2016) que, ao estudarem as doações como forma de conexão política nas eleições de 2014 no Brasil, identificaram que não há diferença estatística no retorno das empresas doadoras e não doadoras.

Entretanto, este achado diverge-se dos achados de Lin, Shen e Wang (2016) e Cooper, Gulen e Ovtchinnikov, (2010), Blau et al. (2018) que, em um cenário diferente, evidenciaram a relação entre conexão política e retorno. A explicação para esta diferença pode decorrer do

fato de que, no Brasil, o *lobby* não é regulamentado e que as empresas realizam doações para diversos partidos políticos/candidatos, com ideologias diferentes, fazendo com que tal fenômeno não exerça influência relevante no retorno das ações no mercado nacional, independente do período (se em ano de eleição ou não).

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

No painel A é possível observar a influência do montante doado na volatilidade dos preços das ações e do volume de negociação. Essas variáveis relacionadas exibiram coeficiente negativos -0.32 e -0.01 e significância de 5%, indicando que o montante das doações pode reduzir a volatilidade. Esse resultado diverge dos resultados de Krol (2014) e Blaua et al., (2018) pois, em outro cenário, identificaram que as doações por meio do *lobby* corporativo fomentam uma alta volatilidade no mercado. Essa divergência também pode estar relacionada à estrutura de regulamentação do lobby no país, haja vista que, em países com estrutura regulamentada, as empresas tendem a doar para apenas um partido, estando mais suscetíveis a risco considerando a eventual perda do seu partido nas eleições.

O Painel B, demonstra uma relação negativa entre empresas doadoras e retorno das ações. Esse painel evidencia que empresas que realizam doações para financiamento de campanha possuem menor retorno de ações quando comparadas às demais. Este resultado corrobora para a rejeição da hipótese 1 da pesquisa, e diverge dos achados de Civilize, Wongchoti e Young (2015) e Cooper, Gulen e Ovtchinnikov (2010), que encontraram relação positiva entre doações e o retorno de mercado das empresas doadoras, no entanto, coopera com as evidências dos estudos de Goes, Martins e Vasconcelos (2016), realizado no Brasil, e Siokis e Kapopoulos (2007), realizado na Europa, que em suas investigações apontaram para movimentos nos preços das ações no mercado, identificando que os retornos maiores ocorrem após os dois primeiros anos, pós-pleito.

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

Por sua vez, as variáveis dependentes Volatilidade R e Volatilidade V, que indicam a volatilidade dos preços e do volume de negociação, demonstram coeficientes negativos, com índices de significância de 5%, e 10% respectivamente, sugerindo que as empresas doadoras têm, em média, uma volatilidade menor que as empresas não doadora. Este resultado contribui para a não rejeição da hipótese 3 da pesquisa. Esse resultado pode se justificar pelos achados de Doukas, Kim e Pantzalis (2000), que demonstram que o risco tende a diminuir em ano de eleição logo após o pleito, uma vez que os investidores entendem que é findado o período de incerteza política.

Entretanto, essa divergência justifica-se por tratar de cenários econômicos distintos, mas, principalmente pela distinta forma de financiamento de campanhas brasileiras, como evidenciado no trabalho. Nesse contexto é possível inferir que, no Brasil, a redução da volatilidade no mercado acionário para as empresas doadoras ocorre devido à redução do risco

causada pelas conexões políticas estabelecidas e discutidas em trabalhos com os de Silva et. al (2018), Camilo, Marcon, e Bandeira-de-Mello (2012) e Pasquariello e Zafeiridou (2014).

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

Quanto ao comportamento das variáveis de controle, é possível verificar que o coeficiente Dívida CP apresenta um valor de 0.30 e significância de 1 % em ambos os painéis. Já no caso da variável dependente Volume Ano, Dívida LP o coeficiente foi de 0.35 e significância de 5% para variável dependente Volume Ano em ambos os painéis, e 0.03 e significância 10%, para variável dependente Retorno Ano, apenas no painel A, sugerindo que o aumento do endividamento ou Grau de Alavancagem das empresas está relacionado com uma variação positiva do volume e no retorno. Esse resultado também corrobora os resultados de Cooper, Gulen e Ovtchinnikov, (2010) e Aabo, Pantzalis e Park (2016), além de corroborar com os resultados de Faccio, Masulis, e McConnell (2006), que evidenciaram que empresas que possuem conexões políticas possuem taxas de alavancagem significativamente mais altas.

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

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

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

Para as variáveis dependentes Retorno e Volume, e Volatilidade V, o coeficiente Tamanho da Empresa apresenta um valor de 0.05, com significância de 10%, 1.00 com significância de 1% e coeficiente de 11.00 com significância de 1%, em ambos os painéis, sugerindo que o aumento do coeficiente Tamanho da Empresa está relacionado com uma

variação positiva no Retorno e Volume, e negativa na Volatilidade do volume, quando se trata das empresas doadoras, não representando novidade para a literatura de finanças de modo geral.

Estes resultados se assemelham aos resultados de Cao, Fernando e Tripathy (2018), que observaram o desempenho das empresas que fazem *lobby*, utilizando como coeficientes ROA e Q de Tobin, demonstrando evidências de que o *lobby* está associado ao tamanho da empresa; e Blaua et al. (2018) que entenderam que esses resultados sugerem que os efeitos do *lobby* estão associados ao tamanho da empresa. Para as variáveis dependentes Retorno, e Volume e Volatilidade, os coeficientes PIB apresentam um valor de -0.09, coeficiente de 0.29 e coeficiente de -0.09 para o volume e 0.36 para o preço, ambos com significância de 1%, respectivamente, em ambos os painéis. O que sugere uma redução do PIB impacta de maneira negativa o retorno e a volatilidade, no entanto de forma positiva se relacionada ao volume.

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

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

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Partindo do objetivo proposto, a pesquisa observa a influência das doações para financiamento de campanha no retorno, na volatilidade e no volume das ações das empresas listadas no Brasil Bolsa Balcão (B3), evidenciando as doações enquanto estratégia para estabelecer conexões e mitigar a incerteza política. A análise dos dados indica que o fenômeno doação influencia o retorno, volume e volatilidade da amostra coletada. Os resultados sugerem que empresas que doam não apresentam maiores retornos, na média. Entretanto, há evidências de que em ano eleitoral, as empresas doadoras apresentam retornos significativamente menores do que as não doadoras.

Os resultados demonstram evidências de que empresas que realizaram doações apresentam retornos menores do que as empresas não doadoras, sendo esse fato ainda mais intenso em anos de eleições. Esses achados sugerem que talvez o interesse das empresas doadoras não esteja atrelado ao retorno, mas sim, a uma provável conexão política que venha a estabelecer vantagens futuras, como por exemplo a facilitação de contratos públicos, acesso a benefícios fiscais e informações privilegiadas, por outro lado, este tipo de conexão, considerando o ambiente brasileiro, pode contribuir para tornar essas empresas mais propensas a corrupção, uma vez que, as mesmas tendem a buscar meios para compensar a perda de retorno e do valor doado.

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

Adicionalmente, os resultados sugerem influência de doações para financiamento de campanha sobre o volume em período de campanha, evidenciando um aumento no volume financeiro das ações das empresas doadoras em relação às empresas não doadoras. Possivelmente esses resultados se justificam, pelo maior interesse das empresas doadoras na

entrada de capital, uma vez que, necessitam manter o ciclo estratégico de doações no intuito de estabelecer conexões políticas. Contribuindo assim com a pesquisa de Hong e Kostovetsky (2010), que destaca um aumento no volume de negócios das empresas que estabelecem conexões políticas, logo após as eleições.

Outro ponto, é que períodos de transição políticas, podem causar reações no volume (Silva, Silva Barbosa, & Ribeiro, 2017), fazendo com que o volume tenha uma reação divergente do preço, e em sendo assim, volumes mais baixos podem naturalmente tornar as operações mais arriscadas Caselani e Eid Júnior (2008), assim como volumes mais altos podem tornar as transações estrategicamente mais seguras (Araújo & Montini, 2018).

Em relação ao comportamento da volatilidade, os resultados evidenciam uma redução na volatilidade das ações, seja da perspectiva da volatilidade do retorno ou da volatilidade do volume das ações negociadas. Tais evidências podem justificar-se considerando que empresas doadoras são conectadas politicamente (Brey et al., 2013; Silva et al., 2018) e, por isso, podem ser associadas como investimento de menor risco e, conseqüentemente, menos voláteis, corroborando com o argumento de Kim e Zhang (2016), de que as conexões políticas servem como mecanismo de seguro contra eventos externos, apresentando assim menor risco nos investimentos, o que contribui para a redução da volatilidade da empresa perante o mercado financeiro.

Os resultados, portanto, complementam as pesquisas sobre mercado e incerteza política (Pastor & Veronesi, 2017; Goodell & Vähämaa, 2013; Pasquariello & Zafeiridou, 2014), pois essas pesquisas consideram o período anterior ao pleito, evidenciando um mercado mais volátil dado o crescimento do risco de novas políticas públicas. No entanto, pós-pleito, e ao estabelecer as conexões políticas, as empresas demonstram menor volatilidade. Uma limitação importante desta pesquisa é a quantidade de literatura existente sobre o tema no Brasil, uma vez que a maior parte dos autores brasileiros observaram as doações enquanto estratégia diretamente ligada ao desempenho, relacionadas ao aumento do patrimônio e não necessariamente ao valor das ações em mercado, o que não permitiu comparabilidade dos resultados.

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

REFERÊNCIAS

- Aabo, T., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2016). Political Interference and Stock Price Consequences of Local Bias. *Financial Review*, 51(2), 151-190.
- Bastos, S. A. P., Macedo-Soares, T. D. L. v. A. (2014). Gestão de Estratégias Políticas Empresariais: Caso Light. *BBR-Brazilian Business Review*, 11(2).
- Blaua, B. M., Stewartb, B., & Whitbyc, R. J. (2018). *How Does Lobbying Regulation Affect the Stock Prices of Firms That Lobby the Most?*.
- Bloom, N. (2014). Fluctuations in uncertainty. *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153-76.
- Boas, T. C., Hidalgo, F. D., & Richardson, N. P. (2014). The spoils of victory: campaign donations and government contracts in Brazil. *The Journal of Politics*, 76(2), 415-429.
- US Presidential Election and the US Stock Markets. arXiv preprint arXiv:1612.06200
- Bradley, D., Pantzalis, C., & Yuan, X. (2016). Risco de política, estratégias políticas corporativas e o custo da dívida. *Journal of Corporate Finance*, 40, 254-275.
- Brasil. (2016). Tribunal Superior Eleitoral - RESPE: 173659 RIO DE JANEIRO - RJ, Relator: MARIA THEREZA ROCHA DE ASSIS MOURA, Data de Julgamento: 23 agost. 2016,

- Data de Publicação: DJE - Diário de justiça eletrônico, 12 set 2016.
- Brasil. (2017). Lei nº 13.487, de 6 de Outubro de 2017. *Altera as Leis nos 9.504, de 30 de setembro de 1997, e 9.096, de 19 de setembro de 1995, para instituir o Fundo Especial de Financiamento de Campanha (FEFC) e extinguir a propaganda partidária no rádio e na televisão*. Brasil, DF, Out 2017.
- Brasil. (1995). Lei nº. 9.096, de 19 de Setembro de 1995. *Dispõe sobre partidos políticos, regulamenta os arts, v. 17*. Brasil, DF, Sset 1995.
- Brasil. (2013). Supremo Tribunal Federal. *Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 4650/DF - Distrito Federal*, Relator: Ministro LUIZ FUX. Data de Julgamento:26/03/2013, Data de Publicação: DJe-059 DIVULG 01/04/2013 PUBLIC 02/04/2013
- Brasil. (1965). Lei (4.740). *Lei Orgânica dos Partidos Políticos*. Brasil, DF: Senado Federal, Centro Gráfico.
- Brasil. (1988). *Constituição da república federativa do Brasil*. Brasília: Senado Federal, Centro Gráfico.
- Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., & de Mello, R. B. (2013). Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, 15(1).
- Brown, K. C., Harlow, W. V., & Tinic, S. M. (1988). Risk aversion, uncertain information, and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 22(2), 355-385.
- Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões políticas e desempenho: um estudo das firmas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(6), 806-826.
- Cao, Z., Fernando, G. D., Tripathy, A., & Upadhyay, A. (2018). The economics of corporate lobbying. *Journal of Corporate Finance*, 49, 54-80.
- Caselani, C. N.; Junior, W. E. A influência dos determinantes microeconômicos e macroeconômicos sobre a volatilidade das ações negociadas no Brasil. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, 5. 2008.
- Civilize, S., Wongchoti, U., & Young, M. (2015). Political connection and stock returns: A longitudinal study. *Financial Review*, 50(1), 89-119.
- Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of financial economics*, 88(3), 554-580.
- Cooper, M. J., Gulen, H., & Ovtchinnikov, A. V. (2010). Corporate political contributions and stock returns. *The Journal of Finance*, 65(2), 687-724.
- da Cunha, P. R., Rausch, R. B., & da Cunha, J. V. A. (2010). Contabilidade internacional: uma análise metodológica e técnica das pesquisas publicadas no Congresso USP de Controladoria e Contabilidade e na Revista de Contabilidade & Finanças da USP. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 13(3).
- da Silva, A., da Silva Barbosa, J., & Ribeiro, F. (2017). Comportamento do Volume de Negociações e do Risco de Mercado antes e após os Resultados das Eleições Presidenciais em 2014: Um Estudo com Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(1), 39-55.
- da Silva, J. C., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). A Influência das Conexões Políticas no Custo de Capital e no Desempenho das Empresas Listadas na B3. *Brazilian Business Review*, 15(4), 317-330.
- de Araújo, A. C., & Montini, A. (2018). High Frequency Trading: análise de retorno, volume e volatilidade. *Revista de Administração FACES Journal*, 17(2).
- Doukas, J. A., Kim, C., & Pantzalis, C. (2000). Security Analysis, agency costs, and company characteristics. *Financial Analysts Journal*, 56(6), 54-63.
- Faccio, M., Masulis, R. W., & McConnell, J. J. (2006). Political connections and corporate

- bailouts. *The Journal of Finance*, 61(6), 2597-2635.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2016). *Análise de dados: modelos de regressão com Excel®, Stata® e SPSS®* (Vol. 1). Elsevier Brasil.
- Goes Pinheiro, B., Martins Mendes De Luca, M. M., & Carvalho de Vasconcelos, A. (2016). Conexões políticas nas maiores companhias listadas na BM&FBovespa. *REAd-Revista Eletrônica de Administração*, 22(2).
- Goodell, J. W., & Vähämaa, S. (2013). US presidential elections and implied volatility: The role of political uncertainty. *Journal of Banking & Finance*, 37(3), 1108-1117.
- Gulen, H., & Ion, M. (2015). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564.
- Hill, M. D., Kelly, G. W., Lockhart, G. B., & Van Ness, R. A. (2013). Determinants and effects of corporate lobbying. *Financial Management*, 42(4), 931-957.
- Hong, H., & Kostovetsky, L. (2012). Investimento vermelho e azul: valores e finanças. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 1-19.
- Khan, N., Aman, Q., & Khan, M. A. (2015). Market Efficiency: National Elections and Stock Market. *Journal of Managerial Sciences*, 9(2).
- Kim, C., & Zhang, L. (2016). Corporate political connections and tax aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 78-114.
- Krol, R. (2014). Incerteza da política econômica e volatilidade da taxa de câmbio. *Finanças Internacionais*, 17(2), 241-256.
- Lee, JH, & Fan, WM (2014). Percepção dos investidores sobre governança corporativa: um efeito colateral dos escândalos corporativos de Taiwan. *Revisão de Quantitative Finance and Accounting*, 43(1), 97-119.
- Lemos, L. B., Marcelino, D., & Pederiva, J. H. (2010). Porque dinheiro importa: a dinâmica das contribuições eleitorais para o Congresso Nacional em 2002 e 2006. *Opinião pública*, 16(2), 366-393.
- Li, Q., Li, S., & Xu, L. (2018). National elections and tail risk: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 88, 113-128.
- Lin, C. Y., Ho, P. H., Shen, C. H., & Wang, Y. C. (2016). Political connection, government policy, and investor trading: Evidence from an emerging market. *International Review of Economics & Finance*, 42, 153-166.
- Pantzalis, C., Stangeland, D. A., & Turtle, H. J. (2000). Political elections and the resolution of uncertainty: the international evidence. *Journal of banking & finance*, 24(10), 1575-1604.
- Pasquariello, P., & Zafeiridou, C. (2014). Political uncertainty and financial market quality. *Ross School of Business Paper*, (1232).
- Pastor, L. e Veronesi, P. (2017). *Ciclos políticos e retornos de ações (nº w23184)*. National Bureau of Economic Research.
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- Raupp, F. M., & Beuren, I. M. (2006). *Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências*. Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. São Paulo: Atlas.
- Santa-Clara, P., & Valkanov, R. (2003). The presidential puzzle: Political cycles and the stock market. *The Journal of Finance*, 58(5), 1841-1872.
- Santos, M. L., & Cunha, L. (2015). *Percepções sobre a regulamentação do lobby no Brasil: convergências e divergências (No. 2141)*. Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).
- Seligman, M., & Mello, F. (2018). *Lobby desvendado: Democracia, políticas públicas e corrupção no Brasil contemporâneo*. Editora Record.
- SIDRA, I. (2014). *Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Sistema IBGE de Recuperação Automática*. Frequência: Produto interno bruto (PIB) real;

Trimestraltrimestral de 1997 T1 até 2018 T2. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/>, acesso em 11 de outubro de 2018.

- Silva, J. C. D., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). The Influence of Political Connections on the Cost of Capital and the Performance of Companies Listed on B3. *BBR. Brazilian Business Review*, 15(4), 317-330.
- Siokis, F., & Kapopoulos, P. (2007). Parties, elections and stock market volatility: evidence from a small open economy. *Economics & Politics*, 19(1), 123-134.
- Smith, V. K. (1985). A theoretical analysis of the “Green Lobby”. *American Political Science Review*, 79(1), 132-147.
- TSE, B. T. S. E. (2018). *Diário de Justiça Eletrônico (DJe): n. 173659, 12 de setembro de 2016.*
- Wellman, L. A. (2017). Mitigating political uncertainty. *Review of Accounting Studies*, 22(1), 217-250.
- Wisniewski, TP, & Moro, A. (2014). Quando os líderes da UE falam, os mercados ouvem. *European Accounting Review*, 23(4), 519-551.