

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL**  
**ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

**MARIANA GESSWEIN DAVI**

**POLÍTICA E FINANÇAS: UM ESTUDO SOBRE O IMPACTO DAS CONTRIBUIÇÕES A  
CAMPANHAS POLÍTICAS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS.**

**Porto Alegre**

**Junho/2016**

#### CIP - Catalogação na Publicação

Davi, Mariana Gesswein  
Política e Finanças: Um estudo sobre o impacto das contribuições a campanhas políticas nas empresas brasileiras. / Mariana Gesswein Davi. -- 2016.  
45 f.

Orientador: Marcelo Savino Portugal.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Escola de Administração, Programa de Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre, BR-RS, 2016.

1. Contribuições Corporativas às Campanhas Políticas . 2. Retorno Anormal Cumulativo. 3. Retorno Sobre Patrimônio Líquido. 4. Efeitos Fixos. I. Portugal, Marcelo Savino, orient. II. Título.

**MARIANA GESSWEIN DAVI**

**POLÍTICA E FINANÇAS: UM ESTUDO SOBRE O IMPACTO DAS CONTRIBUIÇÕES A  
CAMPANHAS POLÍTICAS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS.**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como quesito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Marcelo Savino Portugal,  
PhD.**

**BANCA EXAMINADORA:**

---

**Prof. Dr. Marcelo Scherer Perlin – PPGA/UFRGS**

---

**Prof. Dr. João Frois Caldeira – PPGA/PPGE/UFRGS**

---

**Prof. Dr. Guilherme Ribeiro de Macêdo – PPGE/UFRGS**

---

**Prof. Dr. Marcelo Savino Portugal (orientador) – PPGA/PPGE/UFRGS**

**Porto Alegre**

**Junho/2016**

## AGRADECIMENTO

Não poderia deixar de agradecer aqueles sem os quais este trabalho não seria realizado.

Agradeço ao professor Marcelo Portugal pela inspiração, orientação e paciência. Sua contribuição não caberia nesta página.

Aos professores Guilherme Kirch, João Caldeira, Marcelo Perlin e Guilherme Macêdo, pelos comentários construtivos e pela disponibilidade.

À minha mãe, por todos os incentivos ao longo da vida. Ninguém foi mais responsável pela minha trajetória acadêmica do que ela. À minha irmã, por constantemente me lembrar o quão pequenas eram as minhas dificuldades.

À Maria e ao Carlos, pela amizade. Por sempre estarem disponíveis. Pelo Lykos, pela Daphne.

Aos colegas Léo, Henrique, Filipe, Danilo e Daniel: entre risadas, cervejas e raízes unitárias surgiu uma verdadeira amizade. Sem eles, essa jornada seria imensamente menos divertida.

Aos novos colegas do banco, pelo apoio e pelos momentos de descontração. Um agradecimento especial ao Pedro, pelos incentivos e pela compreensão.

À Capes, pelo financiamento.

## RESUMO

Este trabalho visa identificar possíveis vantagens que as empresas obtêm ao contribuir com campanhas políticas. Para isso, foi utilizada uma extensa base de dados com informações de doações a candidatos aos cargos de deputado, senador e presidente nas eleições de 2006 e 2010. As variáveis de interesse analisadas foram o retorno anormal cumulativo à época da divulgação do resultado das eleições e o retorno sobre o patrimônio líquido no ano posterior a cada eleição. Foram estimadas regressões de dados em painel através de mínimos quadrados ordinários, e incluídos efeitos fixos de ano e setor das empresas. Os resultados indicam que não apenas o mercado antecipa benefícios futuros para as empresas que contribuíram com campanhas – o que se reflete em retornos anormais cumulativos positivos à época da eleição – mas também estas empresas apresentam retornos sobre o patrimônio líquido superiores aos daquelas que não participaram do processo político. Além disso, doações a candidatos vencedores geram retorno superior aos de doações a candidatos perdedores; o que vai ao encontro da hipótese de retribuição de favores. De forma similar, contribuições a candidatos filiados à coligação do presidente eleito também apresentaram impacto superior quando comparadas com doações a candidatos da oposição.

**Palavras-chave:** Contribuições de campanha, Efeitos Fixos, Retorno Anormal Cumulativo, Retorno sobre Patrimônio Líquido

## **ABSTRACT**

This paper aims to identify potential benefits that companies obtain by contributing to political campaigns. We used an extensive database with information on donations to House, Senate and Presidency candidates in the 2006 and 2010 elections. The variables of interest analyzed were the cumulative abnormal return by the time the results of each election became know and the return on equity in the year following the election. Panel regressions were estimated as ordinary least squares (OLS), and fixed effects of year and industry were included. The results indicate that not only the market anticipates future benefits for companies that contributed to campaigns - which is reflected in positive cumulative abnormal returns at the announcement of the election results - but these companies also have higher returns on equity than those that were not involved in the political process. In addition, donations to winning candidates generate higher returns than donations to losing candidates; which supports the return of favors hypothesis. Similarly, contributions to candidates affiliated to the president's coalition's also had higher impact when compared to donations to the oposition candidates.

**Keywords:** Campaign Contributions, Fixed Effects, Cumulative Abnormal Return, Return on Equity

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2</b>	<b>FINANCIAMENTO DE CAMPANHAS NO BRASIL E AS ELEIÇÕES DE 2006 E 2010 .....</b>	<b>15</b>
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA E DADOS .....</b>	<b>25</b>
<b>3.1</b>	<b>Metodologia .....</b>	<b>25</b>
<b>3.2</b>	<b>Dados .....</b>	<b>28</b>
3.2.1	Dados de contribuições e resultados eleitorais .....	28
3.2.2	Dados financeiros e contábeis .....	30
<b>4</b>	<b>RESULTADOS EMPÍRICOS .....</b>	<b>33</b>
<b>4.1</b>	<b>Retorno Anormal Cumulativo .....</b>	<b>33</b>
<b>4.2</b>	<b>Retorno sobre Patrimônio Líquido .....</b>	<b>36</b>
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>38</b>
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>40</b>
	<b>APÊNDICE .....</b>	<b>44</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Desde a redemocratização, a discussão sobre o modelo de financiamento de campanhas políticas esteve sempre em pauta no Brasil. Em 2015, foi aprovada uma nova Reforma Eleitoral, proibindo as doações corporativas. O objetivo seria coibir a influência do poder econômico sobre a política, e reduzir os potenciais riscos de corrupção, recorrentemente associados ao envolvimento de empresas no processo político. Argumentou-se que contribuições corporativas a campanhas estariam, na grande maioria das vezes, apenas comprando futuros favores políticos, e ampliando o poder econômico sobre o processo democrático.

Esta não foi a primeira mudança no sistema eleitoral brasileiro: em 1992, após escândalos de corrupção, aprovou-se uma lei que tornava as doações corporativas legais, desde que devidamente reportadas ao Tribunal Superior Eleitoral. O sistema misto de financiamento funcionou, portanto, de 1993 a 2015, embora fosse constantemente questionado. Por outro lado, ainda que tenha sido novamente proibido, a dúvida quanto à eficácia dessa proibição permanece, visto que antes de 1993 a prática de caixa dois era frequente. Ainda assim, a questão central dessa discussão se refere à existência ou não de favorecimento das empresas que doaram: estariam elas de fato obtendo vantagens sobre aquelas que não participam do processo político?

O envolvimento de empresas no processo político costuma ser abordado sobre duas óticas distintas. Há aqueles que buscam explorar essas ligações sob a perspectiva do agente político, analisando as consequências para as pautas legislativas e a tomada de decisão dos governantes (Snyder, 1990; Ansolabehere, de Figueiredo e Snyder, 2003; Stratmann, 2005). Mas há também uma ampla gama de pesquisas que abordam o tema sob a ótica empresarial, cujo principal objetivo é descobrir se estas conexões são, de alguma maneira, lucrativas. Este trabalho se enquadra nesta última vertente.

No que diz respeito ao primeiro grupo, parece razoável admitir que manter boas relações com o setor empresarial pode ser proveitoso aos políticos. As doações para campanhas tendem a ser mais generosas para aqueles candidatos com quem as empresas mantêm relacionamentos mais longos e estáveis (Snyder, 1992; Kroszner e Stratmann, 1998). Estas contribuições são recebidas pelos eleitores e pelo mercado como um indicativo do poder dos candidatos, e favorecem sua reputação pois refletem em boa medida a sua capacidade de influenciar decisões

governamentais (Coate, 2004; Ansolabehere e Snyder, 1999). De forma análoga, os políticos mais influentes e com maior possibilidade de vitória tendem a angariar mais fundos (Grier e Munger, 1991; Romer e Snyder, 1994; Grossman e Helpman, 1996).

Se por um lado já se demonstrou que boas relações com o setor empresarial geram maiores contribuições para as campanhas, o que aumenta as chances de vitória dos candidatos, isto é, causam ganho de bem-estar para os agentes políticos, por decorrência lógica, conexões políticas devem também ser lucrativas para as empresas. A comprovada influência na pauta política sugere que, se a intenção é o maior acesso e a compra de favores políticos, estas contribuições também têm cumprido seu papel.

Assim, há diversos estudos que visam identificar, sob a ótica corporativa, se os investimentos em relações políticas são lucrativos. Por essa perspectiva, duas abordagens são possíveis: a análise dos efeitos diretos de conexões políticas explícitas (participação destes em conselhos ou diretorias), e o efeito indireto através de contribuições corporativas para as campanhas.

Os efeitos diretos relatados sobre o valor das empresas são positivos. Com dados de mais de 20.000 empresas em 47 países, Faccio (2006) verificou um aumento significativo no valor de mercado quando um grande acionista ou membro da diretoria entrava para a política. De maneira similar, mortes repentinas de políticos ligados às companhias eram seguidas de uma desvalorização média de 2% do valor de mercado (Faccio e Parsley, 2009). Há evidências de que as empresas indonésias politicamente ligadas à família do presidente Suharto perdiam valor após a veiculação de más notícias sobre a saúde do presidente (Fisman, 2001). Até mesmo o valor de uma conexão com o movimento nazista na década de 30 foi constatado como positivo. Companhias que desfrutassem de algum relacionamento com Hitler apresentaram retornos de 5 a 8 por cento superiores aos de suas concorrentes (Ferguson e Voth, 2005). Há outros canais através dos quais as ligações políticas podem fornecer vantagens. A probabilidade de assistência do governo para empresas com dificuldades financeiras é maior para aquelas que possuem melhores conexões (Faccio, Masulis e McConnell, 2006), e também se encontram diversos indícios de que o acesso a financiamento é ampliado, especialmente em bancos públicos (Khwaja e Mian, 2005; Charumilind, Kali e Wiwattanakantang, 2006; Cole, 2008; Dinç, 2005).

Este trabalho, no entanto, se insere na segunda abordagem: o impacto das contribuições corporativas às campanhas políticas sob a ótica empresarial. Em comparação às outras linhas, esta literatura é pouco explorada. Especificamente em relação ao valor de mercado, a relação parece ser positiva para as companhias. Roberts (1990), por exemplo, demonstrou que a morte do senador americano Henry Jackson teve um efeito negativo no valor das empresas que doaram à sua campanha. Da mesma forma, Jayachandran (2006) relatou o “efeito Jeffords”<sup>1</sup>: para cada US\$ 250.000,00 doados ao Partido Republicano, as empresas sofreram uma desvalorização de aproximadamente 0,8%, enquanto as contribuições feitas ao Partido Democrata resultaram em valorização das ações, ainda que em percentual menor.

Na polêmica eleição presidencial americana de 2000, Shon (2006) encontrou uma relação positiva (negativa) entre as doações realizadas para George Bush (Al Gore) e os retornos das empresas. O mesmo padrão se verificou em relação aos partidos de uma maneira geral. Além disso, foi documentado um efeito incremental de doações individuais de empresa em relação ao efeito sobre as indústrias ou setores, reforçando a hipótese de que as contribuições para campanhas são motivadas pela aquisição de influência política, e não apenas por identificação ideológica. Mas há ainda outros efeitos adicionais que merecem atenção. Utilizando uma base de dados extensa das contribuições corporativas de empresas americanas, de 1979 a 2004, Cooper, Gulen e Ovtchinnikov (2008) construíram índices políticos, e demonstraram que há um efeito incremental nas ações de companhias que realizaram doações a candidatos concorrendo à Câmara dos Deputados, pertencentes ao partido Democrata ou que estejam concorrendo a cargos no mesmo estado onde as empresas estão sediadas.

Apesar dessas evidências, não se pode dizer que haja consenso na literatura. Ansolabehere, Snyder e Ueda (2004) demonstraram que não houve qualquer impacto para empresas que doaram *soft money*<sup>2</sup> em relação às que não doaram. Como as doações por *soft money* não possuíam limites de valor, esperava-se que fossem um canal bastante utilizado por aquelas empresas que desejavam adquirir favores políticos. Assim, quando estas doações foram proibidas, esperava-se encontrar alguma desvalorização nas empresas que a utilizavam, mas o

---

<sup>1</sup> Em maio de 2001 o senador James Jeffords deixou o Partido Republicano, o que efetivamente passou o controle do Senado para os democratas.

<sup>2</sup> *Soft money* é o termo utilizado para as doações realizadas diretamente aos partidos, fora dos limites estabelecidos pela *Federal Election Committee* (FEC) para as doações através de *hard money*. A reforma política de 2002 proibiu as contribuições através de *soft money*.

estudo de evento realizado, com base em cinco datas importantes relativas à aprovação da lei, não demonstrou qualquer efeito significativo.

No Brasil, se por um lado a discussão sobre o sistema eleitoral e os modelos de financiamento no Brasil esteve sempre em pauta, o impacto nas empresas das contribuições corporativas para as campanhas políticas foi relativamente pouco explorado, e passou a receber atenção a partir do ano 2000.

Com dados das eleições de 1998 e 2002, Claessens, Feijen e Laeven (2008) constataram que as variações positivas das ações de empresas que contribuíram com campanhas de deputados podem em parte ser explicadas por estas doações. A suposição dos autores é a de que o mercado identifica que essas conexões políticas resultarão em algum tipo de vantagem, que neste caso, por hipótese, é um acesso privilegiado a financiamento. No Brasil, onde a taxa de juros está entre as mais altas do mundo e o nível de intermediação financeira entre os mais baixos, e o desenvolvimento institucional ainda é precário, este acesso torna-se ainda mais valioso do que o já constatado em países desenvolvidos. Verificou-se, ainda, que o financiamento bancário das empresas que contribuíram para candidatos à Câmara aumentou mais em relação às empresas que não contribuíram. A distribuição das doações é relevante, ou seja, contribuições para os candidatos vitoriosos, reeleitos e da situação (da mesma coligação do presidente do país) geraram maior retorno para as empresas. Embora em países com fraco desenvolvimento legal e financeiro as conexões políticas podem representar uma alternativa socialmente desejável, a análise mostrou que as empresas que doaram apresentaram retornos sobre seus ativos (ROA) mais baixos, mesmo tendo maiores taxas de investimento. O custo para o país desta concessão de crédito preferencial a estas empresas menos rentáveis foi de no mínimo 0,2% do PIB (Claessens, Feijen e Laeven, 2008).

O maior acesso a financiamento se dá particularmente por um banco específico, o BNDES. Há evidências empíricas de que as empresas que mais financiaram campanhas eleitorais vitoriosas nas eleições de 2002 e 2006 receberam mais alocações de capital do BNDES (Lazzarini, Musacchio, Bandeira de Mello e Marcon, 2011; Sztutman e Aldrighi, 2013). Analisando apenas a candidatura, o comitê e o diretório nacionais do Partido dos Trabalhadores (PT), constata-se que as empresas que receberam aportes do BNDES entre 2008 e 2010 foram também as principais financiadoras da campanha presidencial do PT em 2010 (Rocha, 2011). Há, entretanto, a hipótese de que isso ocorra devido ao número maior de contratos com o governo que as empresas doadoras obtém, contratos que geralmente são

acompanhados por financiamento do BNDES. Além disso, o governo pode escolher as empresas que contribuíram com as campanhas de seu partido como “campeões nacionais”, e seus setores de atuação econômica como alvos de política industrial. De uma forma ou de outra, os financiadores de campanha se qualificariam para obter mais financiamento do BNDES.

Boas, Hidalgo e Richardson (2011) testaram a hipótese dos contratos com o governo das empresas que efetuaram doações para campanhas na eleição de 2010. Para as empresas especializadas em obras públicas, no caso de um candidato do Partido dos Trabalhadores (PT) apoiado por elas ganhar a eleição, o aumento em seus contratos chega a ser 8,5 vezes superior ao valor doado. As doações para os candidatos dos partidos da base aliada não tiveram retornos positivos, o que sugere que o Partido dos Trabalhadores (PT) utiliza as obras públicas para favorecer seus membros, mas não para manter a coalizão da base. Outro dado relevante constatado foi o perfil menos oligopolístico das empresas contribuintes. As grandes empresas que doavam frequentemente desfrutavam de relações amigáveis com os partidos de centro-direita que governaram o Brasil de 1985 a 2002, mas evitavam doações ao PT, cuja retórica de honestidade e transparência e a ideologia de esquerda sugeriam que o partido não aceitaria retribuir com favores políticos. O primeiro mandato de Lula demonstrou que esta ideia estava equivocada, e como o PT ainda não possuía histórico de relações estáveis com as empresas, o mercado de investimentos políticos tornou-se mais competitivo, com empresas menores também disputando os benefícios gerados por boas conexões políticas.

Tendo este cenário como base, este trabalho busca explorar as relações políticas com empresas pela ótica corporativa e financeira, estendendo o estudo feito por Claessens, Feijen e Laeven (2008) para as eleições de 2006 e 2010, e ampliando a análise para, além das candidaturas à Câmara dos Deputados, as eleições presidenciais e do Senado. O objetivo é identificar possíveis vantagens decorrentes destas relações. Se de fato as contribuições a partidos políticos favorecem e empoderam grupos econômicos, deve-se encontrar indícios sistemáticos deste favorecimento. Assim, deseja-se verificar se as empresas brasileiras de capital aberto que contribuíram com campanhas políticas nas eleições de 2006 e 2010 tiveram suas ações valorizadas quando comparadas com empresas similares que não contribuíram, e se este efeito de fato pode ser explicado por estas contribuições. Mais do que isso, pretende-se verificar se a antecipação do mercado foi correta, e se as conexões construídas através das doações resultaram em maior rentabilidade operacional das empresas, através do retorno sobre patrimônio líquido declarado em seus balanços.

Do período coberto por Claessens, Feijen e Laeven (2008) até o final de 2010, houve um aumento significativo das doações de campanhas. Em 2002, o total de contribuições<sup>3</sup> aos candidatos e partidos foi em torno de R\$ 1,6 bilhões. Na campanha de 2010, o valor declarado chegou a pouco mais de R\$ 4,6 bilhões<sup>4</sup>, representando um aumento real de quase 190%. Como a fonte principal são as empresas (representando historicamente mais de 80% das doações), é de se esperar que estas tenham algum tipo de benefício ao patrocinar campanhas políticas.

Para atingir o objetivo acima exposto, foram realizados testes com dados em painel, que incluíam o universo de empresas ativas na bolsa e suas doações às campanhas de 2006 e 2010. As regressões foram realizadas através de MQO empilhado, incluindo-se efeitos fixos de ano e setor. Duas foram as variáveis de interesse analisadas: o retorno anormal cumulativo, calculado através de um estudo de evento, e o retorno sobre o patrimônio líquido, informado nas demonstrações contábeis das empresas. A hipótese inicial do trabalho é a de que o preço das ações à época das eleições refletiriam as expectativas do mercado acerca das conexões políticas das empresas que doaram, isto é, se contribuir a campanhas políticas fosse visto como algo possivelmente vantajoso pelo mercado, se esperaria verificar valorizações sistemáticas das ações destas empresas. A segunda principal hipótese é a de que não apenas o mercado identifica essas doações como positivas, mas de fato esse envolvimento no processo político se refletiria na rentabilidade das empresas.

Os resultados indicam que de fato as empresas que contribuíram com as campanhas apresentaram valorização à época da divulgação dos resultados das eleições. Mais do que isso, as empresas com conexões políticas obtiveram rentabilidade sobre o capital próprio sistematicamente superior no ano seguinte às eleições, mesmo controlando para características específicas das empresas e incluindo efeitos fixos de setor e ano nas regressões.

Além disso, doações realizadas a candidatos vencedores ou aliados à coligação do presidente eleito tiveram impacto positivamente superior, tanto em relação ao retorno anormal cumulativo, indicativo das expectativas dos investidores, quanto no que diz respeito à rentabilidade operacional. Se os resultados positivos fossem indicativo apenas de identificação ideológica, se esperaria encontrar resultados menos robustos, e não deveria haver diferença sistemática entre doar para vencedores e/ou perdedores e aliados e/ou oposição.

---

<sup>3</sup> Incluindo pessoas físicas e jurídicas. Fonte: Tribunal Superior Eleitoral (TSE).

<sup>4</sup> Ambos valores corrigidos pelo IPCA para julho/2014.

O trabalho se estrutura da seguinte maneira: o capítulo 2 apresenta dados do sistema de financiamento brasileiro, e estatísticas referentes às eleições de 2006 e 2010; o capítulo 3 descreve os dados e a metodologia utilizada e os resultados são apresentados no capítulo 4. O quinto capítulo conclui e apresenta as considerações finais.

## 2 FINANCIAMENTO DE CAMPANHAS NO BRASIL E AS ELEIÇÕES DE 2006 E 2010

A trajetória do sistema eleitoral brasileiro é cíclica. O sistema eleitoral vigente nas eleições de 2006 e 2010 entrou em vigor em 1994, após o Congresso aprovar a lei 8.713 de 1993. Até então, contribuições para campanhas eram proibidas. A mudança ocorreu após dois grandes escândalos políticos<sup>5</sup>, tendo um deles resultado no *impeachment* do primeiro presidente democraticamente eleito após quase 30 anos de regime militar, Fernando Collor de Mello (Samuels, 2001).

A nova lei exigia então que em até dois meses após as eleições todos os candidatos prestassem contas dos valores recebidos para o Tribunal Superior Eleitoral. Os limites para doação eram generosos: uma empresa poderia contribuir até 2% de sua receita anual, e os indivíduos até 10%. Posteriormente, a lei 8713/93 foi alterada pela lei 9.504 de 1997, que, em conjunto com os artigos da Lei dos Partidos Políticos que tratam do Fundo Partidário, regeu o sistema eleitoral brasileiro até 2015, quando foi aprovada Reforma Eleitoral. Em linhas gerais, além de estabelecer os limites de recursos privados, a lei vedava doações provenientes do estrangeiro e de recursos públicos de qualquer natureza, o que acabava atingindo os sindicatos, visto que o imposto sindical não pode ter destinação político-partidária. Na prática, no entanto, tinha-se um sistema misto de financiamento público e privado, ao levarmos em conta os recursos do Fundo Partidário<sup>6</sup> (Araújo, 2004).

O modelo de financiamento no Brasil conferia certo peso ao poder econômico, por dois motivos específicos: o primeiro é o sistema de voto proporcional com listas abertas<sup>7</sup>, que coloca o candidato em competição direta não somente com os candidatos dos outros partidos, mas com os do seu próprio. O segundo é que as unidades da Federação que elegem os congressistas são extensas, o que faz com que o número de votos necessários para se eleger seja muito alto, favorecendo aqueles candidatos com recursos suficientes para arcar com uma campanha em mais localidades (Araújo, 2004).

---

<sup>5</sup> O primeiro foi o caixa dois articulado pelo tesoureiro do ex-presidente Collor, PC Farias, e o segundo o esquema de corrupção envolvendo parlamentares da Comissão de Orçamento conhecidos como “Anões do Orçamento” e um cartel de empreiteiras.

<sup>6</sup> O orçamento da União ampliou o repasse de recursos ao Fundo Partidário em 300%, passando de R\$ 289 milhões para R\$ 867,5 milhões em 2015.

<sup>7</sup> Sistema no qual o número de cadeiras obtidas por cada partido obedece à proporção de votos conquistados e a ordem dos eleitos é definida pela quantidade de votos de cada um.

Há ainda a fraqueza organizacional dos partidos e a incoerência programática como um fator que encarece os pleitos eleitorais (Samuels, 2001). Por não poderem contar com a ideologia partidária para angariar votos, os candidatos passam a depender ainda mais de propaganda pessoal. Esse tipo de atividade é, por definição, tipicamente intensiva em capital. Samuels (2001) analisou dados das eleições de 1994 e 1998 e comparou com os das eleições americanas. Os valores são similares, mas levando em conta a população e o PIB americanos o custo é relativamente maior no Brasil, mesmo sem considerar que os valores declarados tendem a ser menores do que os reais. Em relação à eleição presidencial de 2006, os valores também são similares. O custo do voto do brasileiro foi em média de U\$ 3,07, enquanto o do americano nas eleições de 2004 ficou em U\$ 3,25.<sup>8</sup> Ressalta-se ainda que mais da metade dos gastos americanos serviu para compra de espaço publicitário nas grades de televisão, o que no Brasil é arcado pelo Estado.

A influência dos gastos e da arrecadação sobre o desempenho dos candidatos é amplamente reportada. Aqueles com maior acesso a financiamento dispõem de mais recursos para investir em atividades orientadas para a obtenção de votos, tais como publicidade, contratação de pessoal de campanha, transporte, entre outros (Mancuso, 2012). Marcelino (2010) deteve-se sobre as eleições para a Câmara dos Deputados e para o Senado Federal, em 2002 e 2006 e relatou associação positiva e significativa entre gastos eleitorais e votos nas quatro disputas, no país como um todo e em cada estado. Da mesma forma, Figueiredo Filho (2009), Peixoto (2010) e Figueiredo Filho et al (2011) encontraram relação positiva e significativa entre gastos de campanha e votos nas eleições para a Câmara dos Deputados, em 2006. Figueiredo Filho (2009) e Peixoto (2010) apontaram evidências a favor do “efeito Jacobson”, segundo o qual o impacto eleitoral dos gastos de campanha é maior para os candidatos desafiantes do que para os que concorrem à reeleição. Peixoto (2010) encontrou associação positiva e significativa entre gastos e votos também nas eleições para as assembleias legislativas estaduais, em 2006. Na prática, portanto, o gasto maior eleva as possibilidades de vitória, e somando-se a isso a estrutura eleitoral brasileira, explica-se o fato de as campanhas políticas do Brasil estarem entre as mais caras do mundo.

Sendo as campanhas tão onerosas, a demanda por contribuições corporativas é grande. A lei, no entanto, permitia que houvesse também oferta extensa. Como se tratava de percentual da receita anual, o limite de doação podia chegar a valores elevados, em contraste com os EUA,

---

<sup>8</sup> Valores ajustados pela paridade do poder de compra. Fonte: Folha de São Paulo, 2006.

onde as empresas somente podem doar indiretamente através de seus PAC's, e até o limite de U\$ 5.000 por candidato. Como os sindicatos e as associações comerciais não podem contribuir, a outra grande fonte de financiamento são as pessoas físicas, que também podem doar um percentual de sua renda anual. Ao contrário dos EUA, no entanto, onde esta última supera as doações empresariais, no Brasil o financiamento de campanhas é constituído primordialmente por doações corporativas. A Tabela 1 apresenta a origem dos recursos nas campanhas de 2006 e 2010. Se somadas às doações de comitês e partidos, cujos recursos têm origem essencialmente em doações de empresas, as contribuições de pessoa jurídica representaram cerca de 80% do total doado em 2006, e quase 90% em 2010. A exceção é a disputa pela presidência, que é quase que na totalidade bancada pelos comitês específicos dos candidatos, logo indiretamente também financiada por empresas.

Tabela 1 – Origem dos recursos doados às campanhas eleitorais em 2006 e 2010.

	Total				Deputado				Senador				Presidente			
	2006	%	2010	%	2006	%	2010	%	2006	%	2010	%	2006	%	2010	%
1. Valor total de doações	1.050.793.882		3.172.374.239		426.207.405		916.108.474		91.351.848		352.519.470		162.763.269		272.078.116	
1. N° de doações	103.558		178.905		81.440		132.512		9.232		11.651		1.767		3.670	
1. Doação média	10.147		17.732		5.233		6.913		9.895		30.257		92.113		74.136	
1. Candidatos	3.920		4.672		3.750		4.374		163		286		7		12	
1. Doação média por candidatos	268.060		679.018		113.655		209.444		560.441		1.232.586		23.251.896		22.673.176	
1.1 Doações de PJ	554.782.759	52,8%	1.729.982.071	54,5%	234.167.225	54,9%	370.272.147	40,4%	41.448.858	45,4%	139.456.670	39,6%	2.846.010	1,7%	19.253.595	7,1%
1.1 N° de doações de PJ	18.203		23.819		14.060		14.841		1.102		2.308		40		91	
1.1 Doação média de PJ	30.478		72.630		16.655		24.949		37.612		60.423		71.150		211.578	
1.2. Doações de PF	114.021.704	10,9%	205.919.057	6,5%	65.597.108	15,4%	113.077.895	12,3%	12.808.179	14,0%	18.981.927	5,4%	489.205	0,3%	1.013.159	0,4%
1.2 N° de doações de PF	48.983		97.491		38.279		72.922		5.513		3.679		123		282	
1.2 Doação Média de PF	2.328		2.112		1.714		1.551		2.323		5.160		3.977		3.593	
1.3 Doações de outros candidatos e comitês	214.124.348	20,4%	517.640.568	16,3%	28.714.523	6,7%	123.185.915	13,4%	20.651.717	22,6%	68.694.702	19,5%	144.979.926	89,1%	249.178.251	91,6%
1.3 N° de doações de outros candidatos e comitês	10.342		27.849		7.538		20.394		1.115		2.746		298		3.169	
1.3 Doação média de outros candidatos e comitês	20.704		18.587		3.809		6.040		18.522		25.016		486.510		78.630	
1.4 Doações do partido	74.769.056	7,1%	563.312.758	17,8%	17.828.548	4,2%	176.418.529	19,3%	5.466.455	6,0%	104.793.883	29,7%	13.862.639	8,5%	2.539.319	0,9%
1.4 N° de doações do partido	2.616		6.302		1.632		4.167		209		603		315		100	
1.4 Doação média partido	28.581		89.386		10.924		42.337		26.155		173.788		44.008		25.393	
1.5 Outros recursos	93.096.016	8,9%	155.519.784	4,9%	79.900.002	18,7%	133.153.988	14,5%	10.976.639	12,0%	20.592.288	5,8%	585.489	0,4%	93.793	0,0%
1.5 N° de outros recursos	23.414		23.444		19.931		20.188		1.293		2.315		991		28	
1.5 Média	3.976		6.634		4.009		6.596		8.489		8.895		591		3.350	

Fonte: Elaborado pela autora

A Tabela 2 indica a maneira pela qual as empresas optam por doar. Há a opção de doar diretamente para os candidatos, ou através de comitês específicos (como para presidente) e partidos. Em 2006, quando ainda não era necessário que os partidos prestassem contas de suas receitas, o montante foi praticamente dividido entre a doação direta a candidatos (50,2%) e comitês (49,8%). Em 2010, essa divisão ainda se manteve praticamente igualitária (30,6% e 29,6%, respectivamente), mas constatou-se que o principal destino das doações era na realidade os partidos (39,8%). A maior doação individual foi, inclusive, realizada a um diretório nacional do Partido dos Trabalhadores, no valor de R\$ 6.010.000,00, em 2010.<sup>9</sup>

Tabela 2 – Origem dos recursos doados às campanhas eleitorais em 2006 e 2010.

Doações de pessoas jurídicas	2006	%	2010	%
1. Valor total das doações de PJ	R\$ 554.782.758,82		R\$ 1.729.982.071,49	
1. N° de doações de PJ	18.203		23.819	
1. Média de doações de PJ	R\$ 30.477,55		R\$ 72.630,34	
1.1 Doações de PJ a candidatos	R\$ 278.462.093,46	50,2%	R\$ 528.982.411,60	30,6%
1.1 N° de doações de PJ a candidatos	15.202	83,5%	17.240	72,4%
1.1 Média de doações de PJ a candidatos	R\$ 18.317,46		R\$ 30.683,43	
1.2 Doações de PJ a comitês	R\$ 276.320.665,36	49,8%	R\$ 512.748.173,50	29,6%
1.2 N° de doações de PJ a comitês	3.001	16,5%	3.516	14,8%
1.2 Média de doações de PJ a comitês	R\$ 92.076,20		R\$ 145.832,81	
1.3 Doações de PJ a partidos	Não foi reportado		R\$ 688.251.486,39	
1.3 N° de doações de PJ a partidos	Não foi reportado		3.063	
1.3 Média de doações de PJ a partidos	Não foi reportado		R\$ 224.698,49	
1.1.1 Doações de PJ a deputados	R\$ 234.167.225,43	42,2%	R\$ 370.272.146,93	21,4%
1.1.1 N° de doações de PJ a deputados	14.060	77,2%	14.841	62,3%
1.1.1 Média de doações de PJ a deputados	R\$ 16.654,85		R\$ 24.949,27	
1.1.2 Doações de PJ a senadores	R\$ 41.448.858,06	7,5%	R\$ 139.456.669,55	8,1%
1.1.2 N° de doações de PJ a senadores	1.102	6,1%	2.308	9,7%
1.1.2 Média de doações de PJ a senadores	R\$ 37.612,39		R\$ 60.423,17	
1.1.3 Doações de PJ a presidentes	R\$ 2.846.009,97	0,5%	R\$ 19.253.595,12	1,1%
1.1.3 N° de doações de PJ a presidentes	40	0,2%	91	0,4%
1.1.3 Média de doações de PJ a presidentes	R\$ 71.150,25		R\$ 211.577,97	

Fonte: Elaborado pela autora

<sup>9</sup> Doação realizada pela empresa Vale Manganês S/A.

As empresas que mais contribuem tendem a ser de setores nos quais há maior intervenção ou influência do governo. As maiores contribuições são de três setores específicos: financeiro, construção e indústria pesada (Samuels, 2001; Claessens et al, 2008, Mancuso, 2012). A Tabela 3 apresenta os dados de doações de empresas listadas na bolsa com a indicação dos setores. Em 2006, o principal doador de campanhas foi o setor de mineração (24,2%), que em 2010 foi desbancado pelas empresas de construção (24%). Esse percentual deve estar subestimado, dado que diversas empresas que figuram entre as maiores doadoras das campanhas de 2006 e 2010 não possuem ações listadas na Bovespa, e portanto não se incluem nessa tabela.

Diferentes cargos atraem diferentes indústrias. Os candidatos à presidência arrecadaram relativamente mais do setor financeiro e da indústria pesada do que candidatos a outros cargos, pois o presidente está mais diretamente ligado a decisões envolvendo taxas de juros, tarifas e impostos, que são de interesse dos banqueiros e das empresas com negócios internacionais. O poder executivo também possui maior influência na concessão de subsídios e na regulação da economia (Boas, Hidalgo e Richardson, 2013).

Tabela 3 – Doações de campanha por setor nas eleições de 2006 e 2010

Setores	Total doado - 2006	%	Nº de doações 2006	Contribuição média - 2006	Total doado - 2010	%	Nº de doações 2010	Contribuição média - 2010
Mineração	R\$ 24.734.732,43	24,2%	97	R\$ 254.997,24	R\$ 24.710.000,00	7,0%	33	R\$ 748.787,88
Finanças e Seguros	R\$ 17.145.487,29	16,7%	110	R\$ 155.868,07	R\$ 43.010.550,35	12,3%	222	R\$ 193.741,22
Siderurgia e Metalurgia	R\$ 16.743.069,92	16,3%	198	R\$ 84.560,96	R\$ 35.398.500,00	10,1%	272	R\$ 130.141,54
Química	R\$ 9.066.783,82	8,9%	116	R\$ 78.161,93	R\$ 29.735.000,00	8,5%	127	R\$ 234.133,86
Papel e Celulose	R\$ 8.576.436,89	8,4%	175	R\$ 49.008,21	R\$ 9.741.802,34	2,8%	147	R\$ 66.270,76
Veículos e Peças	R\$ 5.591.596,21	5,5%	86	R\$ 65.018,56	R\$ 4.945.500,00	1,4%	128	R\$ 38.636,72
Alimentos e Bebidas	R\$ 5.232.507,00	5,1%	18	R\$ 290.694,83	R\$ 65.894.385,80	18,8%	264	R\$ 249.599,95
Petróleo e Gás	R\$ 4.211.067,05	4,1%	76	R\$ 55.408,78	R\$ 0,00	-	-	R\$ 0,00
Têxtil	R\$ 3.520.439,97	3,4%	39	R\$ 90.267,69	R\$ 7.525.000,00	2,1%	55	R\$ 136.818,18
Outros	R\$ 3.385.814,13	3,3%	68	R\$ 49.791,38	R\$ 35.756.161,77	10,2%	126	R\$ 283.779,06
Comércio	R\$ 2.468.639,88	2,4%	39	R\$ 63.298,46	R\$ 1.392.500,00	0,4%	46	R\$ 30.271,74
Eletroeletrônicos	R\$ 604.170,31	0,6%	5	R\$ 120.834,06	R\$ 205.000,00	0,1%	5	R\$ 41.000,00
Construção	R\$ 431.981,77	0,4%	9	R\$ 47.997,97	R\$ 86.098.020,00	24,6%	292	R\$ 294.856,23
Máquinas Industriais	R\$ 428.960,92	0,4%	9	R\$ 47.662,32	R\$ 685.000,00	0,2%	15	R\$ 45.666,67
Minerais não Metálicos	R\$ 155.936,36	0,2%	9	R\$ 17.326,26	R\$ 1.675.000,10	0,5%	27	R\$ 62.037,04
Software e Dados	R\$ 54.375,33	0,1%	2	R\$ 27.187,66	R\$ 0,00	-	-	R\$ 0,00
Telecomunicações	R\$ 30.208,52	0,0%	1	R\$ 30.208,52	R\$ 0,00	-	-	R\$ 0,00
Agro e Pesca	R\$ 22.354,30	0,0%	2	R\$ 11.177,15	R\$ 200.000,00	0,1%	4	R\$ 50.000,00
Transporte e Serviços	R\$ 0,00	-	-	-	R\$ 3.707.405,00	1,1%	103	R\$ 35.994,22
<b>Total</b>	<b>R\$ 102.404.562,08</b>				<b>R\$ 350.679.825,36</b>			

Fonte: Elaborado pela autora

Nas eleições de 2006 e 2010, houve poucos indícios de fidelidade partidária. Em média, as empresas contribuíram com mais do que 2 partidos, em busca provavelmente de um *hedge* político. Embora o número de partidos seja elevado, os três principais partidos concentraram 73% das doações em 2006, e 70% em 2010. Os dados estão dispostos na Tabela 4.

Tabela 4 – Contribuições a partidos políticos

Partidos	Total recebido - 2006	%	Nº de doações 2006	Total recebido - 2010	%	Nº de doações 2010
PSDB	R\$ 157.580.825,88	28,4%	3549	R\$ 426.494.420,22	24,7%	4170
PT	R\$ 110.869.316,82	20,0%	2471	R\$ 422.088.103,88	24,4%	4162
PMDB	R\$ 79.408.730,50	14,3%	2336	R\$ 291.601.052,50	16,9%	3041
PFL	R\$ 60.278.997,62	10,9%	2202	-	-	-
PSB	R\$ 26.931.060,64	4,9%	928	R\$ 100.173.876,99	5,8%	1290
PP	R\$ 23.392.341,33	4,2%	1137	R\$ 72.409.027,31	4,2%	1683
PPS	R\$ 23.195.896,00	4,2%	996	R\$ 43.260.694,81	2,5%	881
PTB	R\$ 18.555.715,76	3,3%	788	R\$ 42.236.337,85	2,4%	868
PDT	R\$ 17.443.038,75	3,1%	957	R\$ 46.514.271,93	2,7%	1103
PL	R\$ 13.427.271,12	2,4%	628	-	-	-
PV	R\$ 9.474.111,66	1,7%	785	R\$ 27.811.863,38	1,6%	982
PC do B	R\$ 6.505.066,48	1,2%	374	R\$ 23.038.975,57	1,3%	613
PSDC	R\$ 1.811.970,95	0,3%	198	R\$ 1.594.522,00	0,1%	57
PSC	R\$ 1.798.352,51	0,3%	242	R\$ 15.976.378,96	0,9%	496
PMN	R\$ 832.229,74	0,2%	100	R\$ 7.668.198,29	0,4%	192
PTC	R\$ 578.433,51	0,1%	71	R\$ 2.275.733,20	0,1%	112
PRONA	R\$ 565.106,76	0,1%	71	-	-	-
PHS	R\$ 438.996,31	0,1%	70	R\$ 2.820.206,10	0,2%	163
PSL	R\$ 345.762,53	0,1%	32	R\$ 1.728.746,11	0,1%	120
PSOL	R\$ 298.097,19	0,1%	55	R\$ 273.092,07	0,0%	80
PAN	R\$ 296.829,54	0,1%	54	-	-	-
PT do B	R\$ 237.841,70	0,0%	75	R\$ 1.841.932,56	0,1%	76
PRTB	R\$ 232.672,00	0,0%	40	R\$ 646.472,35	0,0%	102
PTN	R\$ 143.065,58	0,0%	12	R\$ 1.143.941,65	0,1%	37
PRP	R\$ 103.659,94	0,0%	23	R\$ 532.535,36	0,0%	64
PRB	R\$ 24.218,00	0,0%	4	R\$ 8.214.617,01	0,5%	142
PCB	R\$ 12.210,00	0,0%	3	R\$ 18.010,00	0,0%	7
PSTU	R\$ 940,00	0,0%	2	R\$ 14.000,00	0,0%	6
PR	-	-	-	R\$ 71.977.640,17	4,2%	1054
DEM	-	-	-	R\$ 117.627.421,22	6,8%	2318
<b>Total</b>	<b>R\$ 554.782.758,82</b>			<b>R\$ 1.729.982.071,49</b>		

Fonte: Elaborado pela autora

A Tabela 5 resume informações sobre as contribuições de 2006 e 2010, agrupando os números referentes aos três cargos em análise (deputado, senador e presidente).

Tabela 5 – Informações de doações de campanha – Doações de PJ a todos os cargos

Variável	2006	2010
<b>Contribuições de Pessoa Jurídica</b>		
Total de contribuições	R\$ 554.782.758,82	R\$ 1.729.982.071,49
Número de contribuições	18203	23819
Contribuição Média	R\$ 30.477,55	R\$ 72.630,34
Número de candidatos	1990	1913
Contribuição média por candidato	R\$ 278.785,31	R\$ 904.329,36
<b>Empresas Listadas</b>		
Número de empresas	563	538
Total de contribuições	R\$ 102.404.562,08	R\$ 350.679.825,36
Número de contribuições	1059	1866
Contribuição média	R\$ 96.699,30	R\$ 187.931,31
Número de empresas doadoras	89	98
Média de contribuições por empresa	11,9	19,0
Contribuição média por empresa	R\$ 1.150.613,06	R\$ 3.578.365,56
<b>Amostra</b>		
Número de empresas	105	173
Número de empresas doadoras	45	86
Total de contribuições	R\$ 57.972.267,36	R\$ 297.437.322,55
Contribuição média por empresa	R\$ 1.288.272,61	R\$ 3.458.573,52

Fonte: Elaborado pela autora

Embora o universo das contribuições totais tenha crescido de 2006 para 2010 (um aumento de aproximadamente 200% em termos nominais), as contribuições jurídicas conseguiram superar este crescimento, apresentando variação positiva de 212%. Entre os grupos de origem de recursos para as campanhas, as doações de pessoas jurídicas só cresceram menos do que as realizadas pelos partidos (crescimento de 653%), mas como em 2006 não se divulgava as receitas das direções partidárias não é possível estabelecer uma base de comparação confiável, pois entre as receitas dos partidos estão também incluídos recursos de pessoas jurídicas.

O valor médio recebido por um candidato também apresentou crescimento significativo. Em 2006, 1990 candidatos arrecadaram R\$ 554,8 milhões, o que resulta em uma média de R\$

278 mil por candidato. Em 2010, a média passou a R\$ 904,3 mil, variação que supera inclusive o crescimento das doações de pessoa jurídica, devido à redução do número de candidatos.

Entre os candidatos a deputados, a média de doações totais (incluindo pessoa física) passaram de R\$ 113.655,31 a R\$ 209.444,10, crescimento de 84% em termos nominais. Em relação aos senadores, a média passou de R\$ 560.440,78 a R\$ 1.232.585,56, variação aproximada de 120%. Apenas entre os candidatos a presidente a média de contribuições foi menor entre 2006 e 2010, mas apenas devido ao aumento do número de candidatos (de 7 em 2006 a 12 em 2010), pois as doações totais cresceram 67%. A doação média por presidente, ainda assim, supera facilmente as doações para os outros cargos: R\$ 23.251.895,56 em 2006, e R\$ 22.673.176,37 em 2010.

A atuação das empresas de capital aberto também cresceu, em número e valor, passando de R\$ 102,4 milhões (o que representa cerca de 18% do total doado por empresas) em 2006 a R\$ 350,7 milhões (20% do total). Das 563 empresas listadas em 2006, 89 realizaram doações a campanhas políticas, com uma contribuição média de R\$ 1,2 milhões. Em 2010, o número de empresas que contribuíram não aumentou significativamente, mas o valor contribuído em média por empresa cresceu mais de 200%, chegando a R\$ 3,6 milhões.

### 3 METODOLOGIA E DADOS

Nas seções seguintes será demonstrada a metodologia utilizada e apresentados os dados de contribuições, financeiros e contábeis das variáveis em análise.

#### 3.1 Metodologia

Se há expectativa pelo mercado de que as contribuições políticas gerem valor para as empresas, espera-se que haja valorização das ações à época da divulgação da vitória do candidato apoiado. Se fosse o caso de o candidato vencedor representar alguma ideologia política, e fosse esta a fonte de valorização, se esperaria encontrar variações gerais, em setores ou até mesmo na economia como um todo. Assim, se as empresas analisadas construíram conexões políticas e apresentaram retornos anormais positivos na data da eleição quando comparadas às suas concorrentes, entende-se que a leitura do mercado é de que deverá haver favorecimentos específicos às empresas.

A hipótese inicial deste trabalho refere-se às expectativas refletidas no comportamento do mercado acionário brasileiro. Se os investidores avaliam como positivas as conexões políticas, e se as contribuições às campanhas servem como proxy à intensidade dessas conexões, espera-se que haja valorização das ações das empresas que contribuíram, ou seja, as empresas politicamente ativas (aquelas que forneceram contribuições às campanhas políticas) estão mais propensas a receber favores políticos específicos, o que implicaria em uma valorização maior nas suas ações após o resultado das eleições.

*H1:* Empresas que doam às campanhas de candidatos à Presidência, ao Senado e à Câmara dos Deputados, obtêm retornos de ações superiores à época da divulgação do resultado das eleições.

A segunda principal hipótese é a de que não apenas os mercados antecipam benefícios às empresas que contribuíram, mas esses benefícios de fato se refletem na rentabilidade dessas companhias, assim:

*H2:* Empresas que doam às campanhas de candidatos à Presidência, ao Senado e à Câmara dos Deputados, apresentam maior rentabilidade nos períodos posteriores às eleições.

Uma terceira hipótese é formulada levando-se em consideração o perfil dos candidatos apoiados. Como se espera que a capacidade de favorecer as empresas esteja ligada à vitória, o benefício em contribuir com candidatos vencedores deve ser superior ao de se contribuir

indiscriminadamente. De forma similar, entre os candidatos a deputado e a senador, contribuir com aqueles cujo partido pertença à coligação do presidente eleito também deve gerar retornos superiores. Tem-se, portanto:

*H3*: Doações realizadas a candidatos vencedores geram retornos superiores aos das empresas que doaram indiscriminadamente, e entre os candidatos a deputado e senador, é vantajoso doar para candidatos afiliados ao presidente.

A hipótese 3 ajuda a identificar possíveis relações causais entre as conexões políticas (representadas pelas contribuições) e os retornos anormais. Se as contribuições se traduzem em favores políticos posteriores, espera-se que as doações a candidatos vencedores ou de partidos da situação apresentem impacto sistematicamente superior do que as contribuições em geral, afinal, contribuir com candidatos perdedores não deveria se traduzir em benefícios futuros (Claessens, Feijen e Laeven, 2008). Por outro lado, se as empresas doam mais simplesmente porque possuem maiores retornos ou rentabilidade, então não deveria haver diferença sistemática entre doar para vencedores ou perdedores. De maneira análoga, as contribuições geram retornos independentemente da afiliação política dos candidatos, é menos provável que estas sejam feitas em busca de retribuições futuras.

Para testar as hipóteses definidas, utilizamos dados de contribuições de campanhas de candidatos a deputado, senador e presidente, no período de 2006 a 2010, conjuntamente com dados financeiros e contábeis de empresas listadas na Bolsa de Valores neste período. Entre as variáveis políticas explicativas, estão as doações totais a todos os candidatos (incluindo presidente, senador e deputado) e aos comitês, diretórios e partidos. A análise é estendida a cada uma das disputas individualmente, e inclui-se a subdivisão entre os candidatos vencedores e perdedores e filiados ou não à coligação do presidente (denominados aliados e oposição).

Como variáveis dependentes, utilizou-se o retorno anormal cumulativo, CAR (da sigla em inglês, *Cumulative Abnormal Return*), à época da eleição, calculado com base em um estudo de evento, e o retorno sobre patrimônio líquido, ROE (*Return on Equity*), do ano imediatamente posterior à cada eleição. O CAR foi calculado a partir da abordagem tradicional de estudo de evento proposta por MacKinlay (1997). Define-se a janela de estimação como o período  $(\tau_0, \tau_1)$  e a janela do evento o período  $(\tau_1, \tau_2)$ . O evento ocorre em  $\tau = 0$ , quando o resultado da eleição é divulgado e onde  $\tau_0 < \tau_1 < 0 < \tau_2$ . Os retornos diários das empresas listadas na Bovespa foram calculados como  $R_{i,t} = \ln(P_{i,t}/P_{i,t-1})$ , onde  $P_{i,t}$  é o preço da ação da empresa

$i$  no tempo  $t$ , e os retornos anormais obtidos com base em um CAPM (modelo de precificação de ativos financeiros) simples. Este procedimento foi repetido para as eleições de 2006 e 2010, utilizando como eventos as datas de 2º turno (29 de outubro de 2006 e 31 de outubro de 2010).

A segunda variável de interesse é o retorno sobre o patrimônio líquido das empresas no ano posterior à eleição de análise. O ROE é a medida de lucratividade que permite fazer inferências sobre a eficiência das empresas em gerar resultados sobre seu capital próprio. Como medida alternativa, foi utilizado o ROE médio dos quatro anos posteriores a eleição de análise.

Em relação ao CAR, estimou-se o seguinte modelo:

$$y_{it} = \beta'x_{it-1} + \gamma z_{it} + \theta_t + \eta_j + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde  $y_{it}$  é o retorno anormal cumulativo da empresa  $i$  no período das eleições no ano  $t$ ,  $x_{it-1}$  é um vetor de variáveis de controle,  $z_{it}$  é uma das medidas de contribuições de campanha feitas pela empresa  $i$  para as eleições do início do ciclo eleitoral do ano  $t$ ,  $\theta_t$  é um efeito fixo de ano eleitoral,  $\eta_j$  é um efeito fixo do setor  $j$  em que a empresa  $i$  opera, e  $\varepsilon_{it}$  é o termo de erro.

De forma semelhante, para o ROE foi estimado o modelo:

$$w_{it+1} = \delta'x_{it-1} + \phi z_{it} + \theta_t + \eta_j + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que  $w_{it+1}$  é o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa  $i$  no ano posterior à eleição,  $\delta'x_{it-1}$  é um vetor de variáveis de controle,  $z_{it}$  é uma das medidas de contribuições de campanha feitas pela empresa  $i$  para as eleições do início do ciclo eleitoral do ano  $t$ ,  $\theta_t$  é um efeito fixo de ano eleitoral,  $\eta_j$  é um efeito fixo do setor  $j$  em que a empresa  $i$  opera, e  $\varepsilon_{it}$  é o termo de erro. Os modelos (1) e (2) foram estimados através de MQO empilhado, com erros padrões robustos clusterizados por empresas.

O vetor  $x_{it-1}$  contém cinco variáveis de controle de diferentes características das empresas que poderiam afetar os resultados. Como proxy para o tamanho das empresas, foi incluído o log dos ativos totais; para a tangibilidade dos ativos, incluiu-se a razão entre os ativos fixos e os ativos totais, para a alavancagem, incluiu-se a razão entre o passivo e o ativo. Por fim, para o controle da lucratividade operacional e das oportunidades de crescimento, foram incluídas a razão entre o EBIT e os ativos totais e o crescimento das receitas operacionais,

respectivamente. Todas as variáveis de controle são médias defasadas dos quatro anos do ciclo eleitoral anterior.

Por H1, espera-se que o resultado para o coeficiente  $\gamma$  seja positivo e significativo, econômica e estatisticamente. H2 é equivalente a afirmar que o coeficiente  $\phi$  também é positivo e significativo. Por H3, quando a variável  $z_{it}$  refere-se às contribuições unicamente a candidatos vencedores ou afiliados à coligação do presidente, os coeficientes  $\gamma$  e  $\phi$  devem ser maiores do que quando  $z_{it}$  inclui as doações totais aos candidatos.

## **3.2 Dados**

Nesta seção são apresentados os dados políticos e financeiros utilizados e fornecidas algumas estatísticas descritivas. A Tabela A2 define e informa as fontes de cada variável.

### **3.2.1 Dados de contribuições e resultados eleitorais**

Os dados relativos às contribuições recebidas pelos candidatos, partidos ou comitês são disponibilizadas pelo Tribunal Superior Eleitoral. Para as eleições de 2006 e 2010, são disponibilizadas as receitas e despesas dos candidatos a presidente, governador, deputado federal e estadual, e senador, além dos dados gerais de comitês e partidos, que não necessariamente estão ligados a um candidato específico. Os recursos recebidos são divididos em sete categorias: doações de pessoa jurídica, de pessoa física, recursos próprios, receitas de bens e eventos, aplicações financeiras, recursos do partido, recursos de outros candidatos e comitês, e recursos não identificados.

Doações eleitorais podem ser feitas tanto diretamente a candidatos quanto a comitês eleitorais e direções partidárias. Assim, por exemplo, um candidato à Presidência da República de determinado partido pode receber doações em seu nome e em nome do "Comitê Financeiro Nacional para Presidente da República" de seu partido. Tais doações só podem ser feitas durante o período eleitoral.

Além disso, campanhas também podem ser financiadas por diretórios partidários, que recebem recursos tanto dos cofres públicos quanto de doações privadas. Neste caso, as doações não precisam seguir o calendário eleitoral, podendo ser feitas a qualquer momento. Somente a partir de 2010 o Tribunal Superior Eleitoral passou a disponibilizar as receitas das direções partidárias durante o período eleitoral.

A variedade de modos com que o dinheiro de origem privada chega às campanhas eleitorais torna complexa a tarefa de identificação e alocação dos recursos. Adotou-se, portanto, um procedimento específico. As doações feitas diretamente a candidatos, seja a presidente, deputado ou senador, permaneceram naturalmente em seus nomes. As doações para os “Comitês Financeiros Nacionais para Presidência da República” foram direcionadas para os respectivos candidatos à presidência. As doações para os “Comitês Financeiros Distritais/Estaduais para Senador da República” também foram realocadas aos respectivos candidatos ao Senado. No entanto, as doações para os “Comitês Financeiros Distritais/Estaduais para Deputado Federal” não podem ser diretamente alocadas a seus candidatos, dado que o repasse não estava vinculado, e poderia ser distribuído de forma desigual entre quaisquer candidatos do partido. Assim, optou-se por criar um grupo adicional, com as doações a comitês, que incluem, além deste mencionado, os valores doados aos “Comitês Financeiros Únicos”. Por não haver a ligação direta entre estes recursos e candidatos específicos, a análise das contribuições realizadas a vencedores e/ou perdedores não pôde ser realizada neste grupo.

A informação de vitória ou derrota de cada candidato foi obtida no próprio TSE, e incorporada à base de doações mediante correspondência de nome, estado e CPF. Em 2006, o candidato eleito à presidência da República foi Luis Inácio Lula da Silva, do PT, e sua coligação incluía, além de seu partido, o PRB e o PC do B. Assim, os candidatos a deputado e senador que fizessem parte desses partidos foram classificados como “aliados”, e os demais como “oposição”. Em 2010, a base coligada da presidente eleita Dilma Rousseff era mais extensa, e incluía, além do PT, PRB, PDT, PMDB, PTN, PSC, PR, PTC, PSB e PC do B. Todos candidatos filiados a estes partidos em 2010 foram classificados como aliados.

O objetivo principal deste trabalho reside em relacionar as doações a campanhas políticas com retornos de companhias listadas na Bolsa de Valores. Assim, foi necessário identificar, entre os recursos oriundos de pessoas jurídicas, as doações feitas por empresas abertas. Para isso, foi realizada uma correspondência a partir dos CNPJ’s das empresas. Algumas correções foram necessárias nas empresas que não continham CNPJ, ou que doaram através de CNPJ’s diferentes dos informados à Bovespa, ou ainda através de subsidiárias. A conferência através dos nomes informados nas doações foi realizada em um segundo momento, de forma a reduzir um possível viés no resultado. As doações de 2006 foram atualizadas para reais de 2010, com base no IPCA.

### 3.2.2 Dados financeiros e contábeis

A informação das empresas ativas em cada ano eleitoral foi obtida no Economatica. Para o cálculo do CAR, estipulou-se um critério mínimo de 90% de negociação no período do estudo de evento, isto é, entre o início da janela de estimação e o final da janela do evento, a empresa deveria ter sido negociada em ao menos 90% dos dias. Isso resultou em uma redução significativa (de 563 para 105 em 2006 e de 538 para 173 em 2010) da amostra de ações analisadas, mas garantiu que a estimação do CAPM não fosse prejudicada por empresas com pouca liquidez. Além disso, as ações de empresas estatais foram retiradas da amostra, dado que não podem realizar doações.

O estudo de evento foi feito com base em uma janela de estimação de 150 dias e janela do evento de 10 dias anteriores e 10 dias posteriores ao evento, em cada ano representado pela data de divulgação do resultado do 2º turno das eleições. Para não haver sobreposição de eventos, a janela se encerra 10 dias antes do primeiro turno de cada eleição.

Nos testes em que foi incluído o vetor de variáveis de controle, a amostra sofre nova redução, pois não há informação completa para todas as empresas, e optou-se por retirar da amostra aquelas ações que possuíam erros em suas informações contábeis. As observações caem para 195, referentes a 155 empresas diferentes. De forma similar, quando a variável dependente é o retorno sobre patrimônio líquido, a amostra cai para 246 observações, referentes a 196 empresas em ambos os anos.

A classificação de setores foi realizada com base nos 20 grupos informados pela Economatica: veículos e peças, siderurgia e metalurgia, química, alimentos e bebidas, papel e celulose, finanças e seguros, mineração, têxtil, software e dados, agro e pesca, petróleo e gás, comércio, telecomunicações, construção, eletroeletrônicos, minerais não metálicos, máquinas industriais, transportes e serviços, e outros. Há ainda algumas poucas empresas que não informam setor ao Economatica.

A Tabela 6 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependentes, independentes e de controle, na amostra completa de 2006 e 2010.

A amostra final contém 278 observações, das quais 105 referem-se a 2006, e 173 a 2010. A seção 1 apresenta as estatísticas referentes às variáveis políticas. Sistemáticamente, a média de contribuições a candidatos vencedores é superior à média dos perdedores. A menor

diferença, entretanto, está na disputa para presidente, em que a média dos vencedores não é significativamente maior (R\$ 159 mil x R\$ 135 mil). A média das doações para aliados do presidente também é superior à média das contribuições aos candidatos de oposição, exceto na eleição dos deputados, em que a oposição recebe mais do que o dobro, em média (R\$ 198,8 mil x R\$ 91,7 mil). Esses dados são consistentes com a Hipótese 3.

Na seção 2, são apresentadas as estatísticas para as variáveis de interesse. A janela escolhida para o cálculo do CAR foi de 150 dias para a estimação, e 21 dias para o evento, ou seja,  $(\tau_0, \tau_1, \tau_2) = (-160, -10, 10)$ . O retorno anormal cumulativo médio tanto para o primeiro quanto para o segundo turno foi negativo, mas não estatisticamente diferente de zero. Para as medidas de rentabilidade, ROE e ROA, a média foi positiva, embora também não estatisticamente diferente de zero, com alto grau de dispersão.

Tabela 6 – Estatísticas descritivas das variáveis políticas, financeiras e de controle

Variável	Nº de observações	Média	Desvio - Padrão	Mínimo	Máximo
<b>1. Contribuições Políticas (2006 e 2010)</b>					
(em R\$ 100.000)					
Contribuições a todos candidatos	278	17,673	66,099	0,000	798,489
Contribuições a vencedores	278	4,625	19,872	0,000	255,900
Contribuições a perdedores	278	2,794	11,764	0,000	136,768
Contribuições a aliados	278	9,266	39,073	0,000	502,811
Contribuições à oposição	278	8,408	28,555	0,000	295,678
Contribuições a deputados	278	2,905	11,667	0,000	123,650
Contribuições a deputados vencedores	278	2,120	8,492	0,000	80,650

Fonte: Elaborado pela autora

## 4 RESULTADOS EMPÍRICOS

As próximas seções apresentam os resultados dos testes com os retornos anormais cumulativos e o retorno sobre o patrimônio líquido.

### 4.1 Retorno Anormal Cumulativo

A tabela 7 apresenta as regressões que buscam sustentar a hipótese de que o mercado espera favores políticos às empresas que contribuem. A variável dependente é o retorno anormal cumulativo para todas as empresas que correspondem ao critério de 90% de negociação no período entre o início da janela de estimação e o final da janela do evento. Os testes são repetidos utilizando o total doado a todos os candidatos, as doações individuais aos deputados, senadores e presidentes, e aos comitês. Efeitos fixos de ano e setor são incluídos em todas as regressões, mas não são reportados. Desvios-padrão robustos à heteroscedasticidade são reportados em parênteses.

As regressões (1), (4), (7) e (10) confirmam H1, ao apresentar em todos os casos coeficientes positivos e significativos. Mais do que isso, parece haver um retorno superior às doações aos candidatos a deputado, quando comparado com os outros cargos. A regressão (7) apresenta um coeficiente de 0,075 para doações a deputados, mais de 5 vezes o tamanho do coeficiente para doações indiscriminadas (0,014). Esse número é relevante dado o desvio-padrão elevado apresentado pelas variáveis políticas. Um aumento de um desvio padrão nas doações a deputados, (equivalente a R\$ 1.166.700,00) gera uma elevação de 0,9% ( $0,075 * 11,66$ ) no retorno anormal cumulativo. Esse efeito é substancial quando se nota que o CAR médio para o 1º turno foi de -1,087% e de -0,046% no 2º turno. Efeitos positivos foram identificados nos setores de mineração e minerais não-metálicos, química e papel e celulose.

A hipótese 3 é testada no restante das regressões. O efeito de doações a candidatos vencedores é superior ao encontrado quando se incluem os perdedores em todos os cargos e no caso geral. Destaca-se que embora quando se analisa o caso geral o efeito para deputados é superior aos demais, quando se inclui a divisão entre os candidatos perdedores e vencedores, o maior coeficiente passa a ser o de doações a presidentes vencedores (0,126), mais que o dobro do encontrado para doações a candidatos a presidente (0,061), e quase 9 vezes o coeficiente encontrado para doações gerais a todos os cargos. Neste caso, um desvio-padrão de variação nas doações a presidentes (o que equivale a R\$ 1,5 milhões) gera um aumento de 0,89% ( $0,126$

\* 7,037). Testes foram realizados incluindo-se separadamente nas regressões (1), (4), (7) e (10) as doações feitas a candidatos perdedores, e o resultado permaneceu substancialmente o mesmo, razão pela qual optou-se por não apresentá-los.

Ainda em relação à H3, as regressões (3), (6) e (9) testam se doações a candidatos pertencentes à coligação do presidente eleito possuem efeitos significativos no retorno anormal. Nos três casos, doar para aliados gera retornos adicionais. No caso dos deputados, o resultado é bastante expressivo: o maior coeficiente dos testes realizados é encontrado quando se doa para deputados de partidos da mesma coligação do presidente (0,232). Um desvio-padrão de aumento (equivalente a aproximadamente R\$ 380.000) gera uma variação de 0,88% no CAR das empresas que doaram aos deputados aliados, percentual economicamente relevante dado que a média do CAR no segundo turno foi relativamente baixa. Neste caso, também foram realizados testes incluindo como controle as doações realizadas a candidatos da oposição, e novamente os resultados foram substancialmente os mesmos.

Os testes para doações gerais foram repetidos incluindo-se um vetor com variáveis de controle. A amostra é reduzida dado que nem todas as ações possuíam informações contábeis completas e corretas, resultando em 195 observações, 61 referentes a 2006 e 134 a 2010. Assim, ainda que com coeficiente levemente inferior às regressões anteriores, os testes (13), (14) e (15) dão suporte às hipóteses 1 e 3, mesmo incluindo controles para características específicas das empresas. Isso torna o resultado menos suscetível a críticas de que estaria sendo levado basicamente por antecipação por parte do mercado de futuras oportunidades de crescimento e investimento das empresas.

Tabela 7 – Impacto das contribuições a campanhas políticas no Retorno Anormal Cumulativo

Reporta as regressões (1) da forma  $y_{it} = \beta'x_{it-1} + \gamma z_{it} + \theta_t + \eta_j + \varepsilon_{it}$ , em que  $y_{it}$  é o retorno anormal cumulativo da empresa  $i$  no período das eleições no ano  $t$ ,  $x_{it-1}$  é um vetor de variáveis de controle,  $z_{it}$  é uma das medidas de contribuições de campanha feitas pela empresa  $i$  para as eleições do início do ciclo eleitoral do ano  $t$ ,  $\theta_t$  é um efeito fixo de ano eleitoral,  $\eta_j$  é um efeito fixo do setor  $j$  em que a empresa  $i$  opera, e  $\varepsilon_{it}$  é o termo de erro. As equações foram estimadas através de MQO empilhado, com erros padrões robustos clusterizados por empresas. Foram incluídas as eleições de 2006 e 2010, e para o cálculo do CAR foi utilizada uma janela de estimação de 150 dias, e uma janela de evento com 10 dias anteriores e 10 dias posteriores ao evento.

	Retorno Anormal Cumulativo														
	Todos candidatos			Deputado			Senador			Presidente		Comitê	Todos candidatos		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
Total de contribuições ( $\gamma$ )	0,014 **** (0,005)			0,075 **** (0,023)			0,062 *** (0,025)			0,061 **** (0,019)		0,018 **** (0,006)	0,010 *** (0,003)		
Contribuições a vencedores ( $\gamma$ )		0,043 **** (0,015)			0,106 **** (0,031)			0,101 *** (0,039)			0,126 **** (0,047)			0,034 **** (0,013)	
Contribuições a aliados ( $\gamma$ )			0,021 *** (0,008)			0,232 **** (0,062)			0,064 **** (0,026)						0,015 *** (0,018)
EBIT/Ativos Totais													-1,411 (6,733)	-1,364 (6,725)	-1,411 (6,720)
Ativos Fixos/Ativos Totais													4,141 (6,429)	4,148 (6,418)	4,684 (6,353)
Passivos/Ativos Totais													0,016 (0,103)	0,017 (0,103)	0,016 (0,103)
Log Ativos Totais													0,553 (1,168)	0,582 (1,170)	0,724 (1,165)
Crescimento da Receita													0,049 (0,565)	0,027 (0,545)	-0,035 (0,536)
Efeito Fixo Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Nº de observações	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	195	195	195
Nº de empresas	225	225	225	225	225	225	225	225	225	225	225	225	155	155	155
R <sup>2</sup>	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,12	0,12	0,12	0,13	0,13	0,12	0,15	0,15	0,15

\* p < 0,20, \*\* p < 0,10, \*\*\* p < 0,5, \*\*\*\*p < 0,01

Fonte: Elaborado pela autora

## 4.2 Retorno sobre Patrimônio Líquido

Ainda que o mercado antecipe benefícios futuros por parte das empresas que contribuíram com campanhas políticas, não necessariamente isso se traduz em algum tipo de favorecimento. Assim, utilizou-se a variável de rentabilidade Retorno sobre Patrimônio Líquido de forma a verificar se o desempenho das empresas doadoras nos períodos posteriores às eleições era significativamente superior aos das empresas que não estavam inseridas no processo político. Os resultados são apresentados na Tabela 8.

Tabela 8 – Impacto das contribuições a campanhas políticas no Retorno sobre Patrimônio Líquido

Reporta as regressões (2) da forma  $w_{it+1} = \delta'x_{it-1} + \phi z_{it} + \theta_t + \eta_j + \varepsilon_{it}$ , em que  $w_{it+1}$  é o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa  $i$  no ano posterior à eleição,  $\delta'x_{it-1}$  é um vetor de variáveis de controle,  $z_{it}$  é uma das medidas de contribuições de campanha feitas pela empresa  $i$  para as eleições do início do ciclo eleitoral do ano  $t$ ,  $\theta_t$  é um efeito fixo de ano eleitoral,  $\eta_j$  é um efeito fixo do setor  $j$  em que a empresa  $i$  opera, e  $\varepsilon_{it}$  é o termo de erro. As equações foram estimadas através de MQO empilhado, com erros padrões robustos clusterizados por empresas. Foram incluídas as eleições de 2006 e 2010, e para o cálculo do CAR foi utilizada uma janela de estimação de 150 dias, e uma janela de evento com 10 dias anteriores e 10 dias posteriores ao evento.

	ROE						
	Todos Candidatos		Deputado		Senador		Presidente
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Contribuições a vencedores ( $\phi$ )	0,067 (0,236)		0,830 **** (0,242)		1,797 ** (0,920)		0,454 * (0,300)
Contribuições a perdedores	0,038 (0,359)		-0,236 **** (0,541)		-2,979 *** (1,372)		0,389 (0,340)
Contribuições a aliados ( $\phi$ )		0,086 ** (0,046)		0,457 *** (0,209)		1,226 **** (0,463)	
Contribuições à oposição		-0,018 (0,022)		-0,152 (0,133)		-0,181 *** (0,081)	
Efeito Fixo Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Nº de observações	246	246	246	246	246	246	246
Nº de empresas	196	196	196	196	196	196	196
R <sup>2</sup>	0,21	0,21	0,22	0,21	0,22	0,22	0,21

\* p < 0,20, \*\* p < 0,10, \*\*\* p < 0,5, \*\*\*\*p < 0,01

Fonte: Elaborado pela autora

Por simplicidade de exposição, optou-se por apresentar os resultados que incluem o controle para as doações a candidatos perdedores e de partidos de oposição ao presidente, embora estes não sejam substancialmente diferentes do caso em que não há esse controle. A regressão (1) avalia o efeito de doações gerais (incluindo presidente, senador e deputado) no ROE do ano seguinte à eleição. Neste caso, embora o coeficiente para contribuições a

candidatos vencedores seja positivo, não é estatisticamente significativo. No caso de candidatos aliados, encontrou-se um coeficiente positivo e significativo ao nível de 10%, indicando que doar a aliados traz benefícios futuros em termos de rentabilidade sobre o capital próprio.

Quando analisados individualmente, entretanto, os resultados para as diferentes disputas são mais esclarecedores. Em todos os casos, os coeficientes para vencedores foram significativamente superiores aos obtidos para os perdedores, e as doações a aliados geraram retorno superior às realizadas para a oposição. Não apenas superior, mas os dados indicam na realidade que doar a candidatos perdedores ou de oposição ao presidente eleito na realidade reduz a rentabilidade das empresas, interpretação similar a de um investimento qualquer não lucrativo. Isso vai ao encontro da hipótese 3 e reforça a crença de que deve haver algum benefício, ainda que indireto, em se doar às campanhas políticas.

Os coeficientes da tabela mostram que doar a senadores é o que implica em maior rentabilidade futura (1,797), mas também é o investimento mais arriscado, caso os senadores não sejam eleitos (-2,979). Um desvio-padrão de acréscimo nas doações a senadores vencedores (que equivale a um acréscimo médio de R\$ 91.300,00) gera um aumento de 10,9% ( $1,797 * 6,093$ ) na rentabilidade do ano seguinte ao da eleição, ao passo que ao se doar aos perdedores, um desvio-padrão pode impactar em redução superior a 12% no ROE.

De forma similar, doações a deputados vencedores implicam em um benefício superior ao de doações indiscriminadas. Um desvio padrão de aumento nas doações (equivalente a R\$ 850.000,00) geraria uma variação positiva de 7% ( $0,830 * 8,492$ ) no ROE do ano posterior à eleição, resultado relevante quando se considera a média do ROE, de aproximadamente 14%,

No caso dos candidatos à presidência, embora se mantenha o padrão de retorno superior dos candidatos vencedores, este é significativo apenas ao nível de 20%, e dentre os três cargos analisados teve o menor coeficiente de impacto.

Tomados em conjunto, esses resultados levam à aceitação de H2: criar conexões políticas por meio de doações às campanhas traz um impacto positivo e economicamente significativo às empresas em termos de retorno sobre o patrimônio líquido.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo contribuir para o entendimento das razões que levam empresas a fazer doações eleitorais. Para tanto, buscou identificar retornos superiores nas empresas que participaram de processos políticos, através de doações a campanhas de candidatos à presidência, à Câmara dos Deputados e ao Senado, nas eleições brasileiras de 2006 e 2010. Através de uma ampla base de dados, chegamos a evidências empíricas de que as companhias de capital aberto que realizaram doações experimentaram valorização em suas ações à época da divulgação do resultado das eleições, e retornos sobre o patrimônio líquido superiores no ano seguinte às eleições. Esse resultado se confirmou quando analisadas em conjunto as doações para os três cargos, somadas às doações para comitês partidários, mas é ainda mais expressivo quando estudadas individualmente cada disputa.

A hipótese inicial se construiu com base na expectativa do mercado: empresas que contribuíram com campanhas eleitorais deveriam apresentar retornos anormais cumulativos (CAR) superiores em relação às empresas que não mantiveram relações políticas. Os testes realizados tanto com as doações gerais (incluindo as doações diretas aos candidatos quanto aquelas feitas aos comitês dos partidos) quanto com as individuais em cada disputa, utilizando como variável dependente o CAR calculado com base em um estudo de evento, sugerem que de fato o mercado antecipa algum favorecimento futuro dessas empresas.

Doações realizadas diretamente a candidatos a deputados parecem ter gerado o maior impacto na avaliação do mercado, cerca de cinco vezes superior ao de doações indiscriminadas. Quando se analisa a distribuição de doações entre os candidatos vencedores e perdedores, no entanto, o maior efeito é obtido ao se doar ao vencedor da disputa presidencial, mais do que o dobro encontrado para doações aos candidatos à presidência sem a discriminação entre vencedor e perdedor. Ainda, efeitos de doações a candidatos à Câmara e ao Senado pertencentes à coligação do presidente vencedor também foram avaliados: em todos os casos, doar aos aliados do presidente é financeiramente superior do que doações indiscriminadas.

Embora o mercado antecipe benefícios no envolvimento das empresas em campanhas políticas, a valorização das ações dessas empresas à época da divulgação do resultado das eleições não necessariamente se reflete em rentabilidade operacional. Assim, foram realizados testes utilizando o retorno sobre o patrimônio líquido do ano posterior a cada eleição, de forma

a verificar se aquelas companhias que doaram obtiveram rentabilidade superior as que não participaram do processo político.

Separando as doações para cada disputa, novamente encontramos indícios de relação positiva entre doações a campanhas políticas e retorno para as empresas. Também neste caso se manteve a vantagem em doar a políticos vencedores, e aliados ao presidente. Os dados mostram que as doações aos candidatos a senador que venceram a eleição foram as que mais impactaram positivamente o retorno sobre o patrimônio líquido; por outro lado, doar a candidatos perdedores também foi o pior investimento. A escolha errada na hora de doar pode equivaler à alternativa entre um acréscimo de 10,9% e uma redução de 12% no ROE.

Em todos os casos, foram encontradas evidências de que doar a candidatos vitoriosos é sempre mais lucrativo, assim como doar a candidatos (senadores e deputados) cujo partido esteja na coligação do presidente eleito. Tomados em conjunto, esses resultados indicam que deve haver algum tipo de favorecimento futuro por parte dos políticos que receberam as doações, do contrário não se esperaria encontrar diferenças significativas entre doações a vencedores e perdedores ou entre aliados e oposição. Os resultados se mantêm inalterados quando incluídas variáveis de controle para oportunidades de crescimento (crescimento de receitas), tamanho (ativos totais), tangibilidade (ativos fixos/ativos totais), lucratividade operacional (EBIT/ativos totais), e alavancagem (passivo/ativos totais). A inclusão de efeitos fixos mitiga um possível problema de variáveis omitidas.

Embora os resultados levem à conclusão de que há retribuição de favores àquelas empresas que doaram, a análise se restringiu à constatação da existência ou não desses favores, sem fazer qualquer tipo de inferência a respeito do mecanismo pelo qual se dá essa retribuição. Seja através de acesso ampliado a financiamento, favorecimento em licitações, ou qualquer outro tipo de benefício possível, as evidências sugerem que a participação em campanhas políticas é, na realidade, um investimento com retorno positivo. O senso comum aqui parece estar correto, *“there’s no such thing as a free lunch”*.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ansolabehere, S., De Figueiredo, J. M., & Snyder, J. M. (2003). *Why is there so little money in politics?* (No. w9409). National bureau of economic research.
- Ansolabehere, S., Snyder Jr, J. M., & Ueda, M. (2004). Did firms profit from *soft money*? *Election Law Journal*, 3(2), 193-198.
- Ansolabehere, S., & Snyder Jr, J. M. (1999). Money and institutional power. *Tex. L. Rev.*, 77, 1673.
- Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2005). Unpacking firm effects: modeling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments. *Revista de Administração Contemporânea*, 9(SPE1), 65-85.
- Boas T., Hidalgo, F. Daniel, & Richardson Neal P. "The spoils of victory: campaign donations and government contracts in Brazil." *the Journal of Politics* 76.2 (2014): 415-429.
- Chappell, H. W. (1982). Campaign contributions and congressional voting: A simultaneous probit-tobit model. *The review of economics and statistics*, 77-83.
- Charumilind, C., Kali, R., & Wiwattanakantang, Y. (2006). Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis\*. *The Journal of Business*, 79(1), 181-218.
- 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.
- Coate, S. (2004). Pareto-improving campaign finance policy. *American Economic Review*, 628-655.
- Cole, S. A. (2008). Fixing market failures or fixing elections? Agricultural credit in India. *Agricultural Credit in India* (July 10, 2008). Harvard Business School Finance Working Paper, (09-001).
- Cooper, M. J., Gulen, H., & Ovtchinnikov, A. V. (2010). Corporate political contributions and stock returns. *The Journal of Finance*, 65(2), 687-724.
- Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S., & Wermers, R. (1997). Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks. *The Journal of finance*, 52(3), 1035-1058.

- de Araújo, C. E. P. (2004). Financiamento de campanhas eleitorais. *Revista de informação legislativa*, (161-162).
- Dinç, I. S. (2005). Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 453-479.
- Djankov, S., & Murrell, P. (2002). Enterprise restructuring in transition: A quantitative survey. *Journal of economic literature*, 739-792.
- Durden, G.C., J.S. Shogren and J.I. Silberman (1991). The effect of interest group pressure on coal strip-mining legislation, *Social Science Quarterly* 72, 239-250.
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms, *American Economic Review* 96, 369–386.
- Faccio, M., Masulis, R. W. and McConnell, J. J. (2006). Political connections and corporate bailouts, *Journal of Finance* 61, 2597–2635.
- Faccio, M., and Parsley, D. C. (2009). Sudden deaths: Taking stock of political connections, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 2009 33, 683–718.
- Ferguson, T., & Voth, H. J. (2008). Betting on Hitler: the value of political connections in Nazi Germany. *The Quarterly Journal of Economics*, 101-137.
- Figueiredo Filho, D. B. (2009). O elo corporativo? Grupos de interesse, financiamento de campanha e regulação eleitoral. *Dissertação de mestrado em ciência política, PPGCP/CFCH/UFPE*.
- Figueiredo Filho, D. B., Santos, M. L., Silva Júnior, J.A., Rocha, E. (2011). Campaign spending and poverty levels in Brazil: an exploratory approach. *Trabalho apresentado no GT 13 – “Financiamento político no Brasil” – do 35º. Encontro Anual da ANPOCS, Caxambu/MG*.
- Fisman, D., Fisman, R. J., Galef, J., Khurana, R., & Wang, Y. (2012). Estimating the value of connections to Vice-President Cheney. *The BE Journal of Economic Analysis & Policy*, 12(3).
- Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 1095-1102.
- Grenzke, J. (1989). Candidate attributes and PAC contributions. *The Western Political Quarterly*, 245-264.

- Grier, K. B., & Munger, M. C. (1991). Committee assignments, constituent preferences, and campaign contributions. *Economic Inquiry*, 29(1), 24-43.
- Grossman, G. M., & Helpman, E. (1996). Electoral competition and special interest politics. *The Review of Economic Studies*, 63(2), 265-286.
- Jayachandran, S. (2006). The Jeffords Effect. *Journal of Law and Economics*, 49(2), 397-425.
- Khwaja, A., Mian, A., (2005). Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *Quarterly Journal of Economics* 120, 1371–1411.
- Kroszner, R. S., & Stratmann, T. (1998). Interest-group competition and the organization of congress: theory and evidence from financial services' political action committees. *American Economic Review*, 1163-1187.
- Langbein, L. I., & Lotwis, M. A. (1990). The political efficacy of lobbying and money: Gun control in the US House, 1986. *Legislative Studies Quarterly*, 413-440.
- Lazzarini, S. G., Musacchio, A., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2011). What do development banks do? Evidence from Brazil, 2002-2009.
- Leuz, C., & Oberholzer-Gee, F. (2006). Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 411-439.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 13-39.
- Mancuso, W. P. (2012). Investimento eleitoral no Brasil: balanço da literatura e agenda de pesquisa. Paper apresentado no 8o encontro da Associação Brasileira de Ciência Política-ABCP.
- Marcelino, D. (2010). Sobre dinheiro e eleições: um estudo dos gastos de campanha para o Congresso Nacional em 2002 e 2006. Dissertação de mestrado em ciências sociais. Centro de Pesquisa e Pós-Graduação sobre as Américas, UnB.
- Peixoto, V. de M. (2010). Eleições e financiamento de campanhas no Brasil. Tese de doutorado em Ciência Política. *IUPERJ*.

- Rajan, R. G., & Zingales L. (1995). "What do we know about capital structure? Some evidence from international data." *The journal of Finance* 50.5 (1995): 1421-1460.
- Roberts, B. E. (1990). A dead senator tells no lies: Seniority and the distribution of federal benefits. *American Journal of Political Science*, 31-58.
- Rocha, D. (2011). Relações entre dispêndios do BNDES e financiamento eleitoral no governo Lula: uma análise empírica. *Trabalho apresentado no GT 13 – “Financiamento político no Brasil” – do 35º. Encontro Anual da ANPOCS, Caxambu/MG*
- Romer, T., & Snyder Jr, J. M. (1994). An empirical investigation of the dynamics of PAC contributions. *American journal of political science*, 745-769.
- Samuels, D. (2001). Money, elections, and democracy in Brazil. *Latin American Politics and Society*, 43(2), 27-48.
- Silberman, J. I., & Durden, G. C. (1976). Determining legislative preferences on the minimum wage: An economic approach. *The Journal of Political Economy*, 317-329.
- Snyder Jr, J. M. (1990). Campaign contributions as investments: The US House of Representatives, 1980-1986. *Journal of Political Economy*, 1195-1227.
- Snyder Jr, J. M. (1992). Long-term investing in politicians; or, give early, give often. *JL & Econ.*, 35, 15
- Stratmann, T. (1991). What do campaign contributions buy? Deciphering causal effects of money and votes. *Southern Economic Journal*, 606-620.
- Stratmann, T. (2005). Some talk: Money in politics. A (partial) review of the literature. In *Policy Challenges and Political Responses* (pp. 135-156). Springer US.
- Sztutman, A. M., & Aldrighi, D. M. (2013). Financiamento das campanhas eleitorais de 2006 por grupos econômicos e empréstimos do BNDES. *XII Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro*.

## APÊNDICE

Tabela A1 – Contribuições de empresas listadas a partidos políticos

Partidos	Total recebido - 2006	%	Nº de doações - 2006	Contribuição média - 2006	Total recebido - 2010	%	Nº de doações - 2010	Contribuição média - 2010
PT	R\$ 31.696.971,69	31,0%	177	R\$ 179.078,94	R\$ 112.243.200,01	32,0%	364	R\$ 308.360,44
PSDB	R\$ 31.539.771,10	30,8%	246	R\$ 128.210,45	R\$ 85.565.985,89	24,4%	397	R\$ 215.531,45
PMDB	R\$ 11.471.588,42	11,2%	118	R\$ 97.216,85	R\$ 47.157.305,00	13,4%	285	R\$ 165.464,23
PFL	R\$ 9.321.137,66	9,1%	163	R\$ 57.184,89	-	-	-	-
PP	R\$ 5.066.739,20	4,9%	114	R\$ 44.445,08	R\$ 8.945.020,00	2,6%	114	R\$ 78.465,09
PDT	R\$ 3.032.110,80	3,0%	59	R\$ 51.391,71	R\$ 7.963.280,00	2,3%	89	R\$ 89.475,06
PSB	R\$ 2.376.601,40	2,3%	30	R\$ 79.220,05	R\$ 13.346.210,34	3,8%	52	R\$ 256.657,89
PTB	R\$ 2.222.691,92	2,2%	36	R\$ 61.741,44	R\$ 11.544.000,00	3,3%	71	R\$ 162.591,55
PC do B	R\$ 1.752.093,89	1,7%	21	R\$ 83.433,04	R\$ 3.865.300,00	1,1%	52	R\$ 74.332,69
PPS	R\$ 1.575.071,99	1,5%	39	R\$ 40.386,46	R\$ 4.432.860,60	1,3%	50	R\$ 88.657,21
PL	R\$ 967.600,17	0,9%	17	R\$ 56.917,66	-	-	-	-
PV	R\$ 767.659,92	0,7%	23	R\$ 33.376,52	R\$ 6.983.000,00	2,0%	58	R\$ 120.396,55
PSDC	R\$ 220.522,16	0,2%	4	R\$ 55.130,54	R\$ 80.000,00	0,0%	3	R\$ 26.666,67
PSC	R\$ 170.458,74	0,2%	6	R\$ 28.409,79	R\$ 7.490.000,00	2,1%	23	R\$ 325.652,17
PTC	R\$ 163.125,98	0,2%	3	R\$ 54.375,33	R\$ 1.160.000,00	0,3%	6	R\$ 193.333,33
PRP	R\$ 48.333,62	0,0%	2	R\$ 24.166,81	R\$ 10.000,00	0,0%	1	R\$ 10.000,00
PRONA	R\$ 12.083,41	0,0%	1	R\$ 12.083,41	-	-	-	-
PMN	-	-	-	-	R\$ 1.160.000,00	0,3%	10	R\$ 116.000,00
DEM	-	-	-	-	R\$ 29.437.113,17	8,4%	233	R\$ 126.339,54
PR	-	-	-	-	R\$ 5.636.500,00	1,6%	44	R\$ 128.102,27
PRB	-	-	-	-	R\$ 2.030.000,00	0,6%	5	R\$ 406.000,00
PTN	-	-	-	-	R\$ 1.030.000,00	0,3%	3	R\$ 343.333,33
PRTB	-	-	-	-	R\$ 50,35	0,0%	1	R\$ 50,35
PT do B	-	-	-	-	R\$ 500.000,00	0,1%	4	R\$ 125.000,00
PHS	-	-	-	-	R\$ 100.000,00	0,0%	1	R\$ 100.000,00
<b>Total</b>	<b>R\$ 102.404.562,08</b>				<b>R\$ 350.679.825,36</b>			

Tabela A2 – Fontes e definição de variáveis

Variáveis	Fonte	Descrição
Contribuições a todos candidatos	TSE	Total contribuído a candidatos (e a comitês de cargos majoritários)
Contribuições a vencedores	TSE	Total contribuído a candidatos (e a comitês de cargos majoritários)
Contribuições a perdedores	TSE	Total contribuído a candidatos (e a comitês de cargos majoritários)
Contribuições a aliados	TSE	Total contribuído a candidatos (e a comitês de cargos majoritários) de partidos pertencentes à coligação do Presidente
Contribuições à oposição	TSE	Total contribuído a candidatos (e a comitês de cargos majoritários) de partidos pertencentes à coligação do Presidente
Contribuições a deputados	TSE	Total contribuído a candidatos a deputado
Contribuições a deputados vencedores	TSE	Total contribuído a candidatos a deputado eleitos
Contribuições a deputados perdedores	TSE	Total contribuído a candidatos a deputado não eleitos
Contribuições a deputados aliados	TSE	Total contribuído a candidatos a deputado de partidos pertencentes à coligação do presidente eleito
Contribuições a deputados da oposição	TSE	Total contribuído a candidatos a deputado de partidos não pertencentes à coligação do presidente eleito
Contribuições a senadores	TSE	Total contribuído a candidatos a senador (e comitês de candidatos a senador) eleitos
Contribuições a senadores vencedores	TSE	Total contribuído a candidatos a senador (e comitês de candidatos a senador) eleitos
Contribuições a senadores perdedores	TSE	Total contribuído a candidatos a senador (e comitês de candidatos a senador) não eleitos
Contribuições a senadores aliados	TSE	Total contribuído a candidatos a senador (e comitês de candidatos a senador) de partidos pertencentes à coligação do presidente eleito
Contribuições a senadores da oposição	TSE	Total contribuído a candidatos a senador (e comitês de candidatos a senador) de partidos não pertencentes à coligação do presidente eleito
Contribuições a presidentes	TSE	Total contribuído a candidatos à Presidência
Contribuições a presidentes vencedores	TSE	Total contribuído a candidatos eleitos à Presidência
Contribuições a presidentes perdedores	TSE	Total contribuído a candidatos à Presidência não eleitos
Total de contribuições -	TSE	Total contribuído a comitês financeiros, diretórios e partidos
CAR 1º turno	Economática	Retorno anormal cumulativo (percentual) no período entre 10 dias antes e 10 dias depois do 1º turno das eleições
CAR 2º turno	Economática	Retorno anormal cumulativo (percentual) no período entre 10 dias antes e 10 dias depois do 2º turno das eleições
ROE $t+1$	Economática	Retorno sobre patrimônio líquido do ano posterior à eleição (2007 e 2011)
ROE (média)	Economática	Média do retorno sobre patrimônio líquido dos quatro anos posteriores à eleição (2007 à 2010 e 2011 à 2014)
ROA $t+1$	Economática	Retorno sobre ativos do ano posterior à eleição (2007 e 2011)
ROA (média)	Economática	Média do retorno sobre ativos dos quatro anos posteriores à eleição (2007 à 2010 e 2011 à 2014)
EBIT/Ativos Totais	Economática	Média da razão entre EBIT e ativos totais nos quatro anos anteriores à eleição
Ativos Fixos/Ativos Totais	Economática	Média da razão entre ativos fixos e ativos totais nos quatro anos anteriores à eleição
Passivos/Ativos Totais	Economática	Média da razão entre passivo e ativos totais nos quatro anos anteriores à eleição
Log Ativos Totais	Economática	Média do logaritmo dos ativos totais nos quatro anos anteriores à eleição
Crescimento da Receita	Economática	Média de crescimento da receita nos quatro anos anteriores à eleição