

A INFLUÊNCIA DA CONEXÃO POLÍTICA NOS ATIVOS INTANGÍVEIS**THE INFLUENCE OF POLITICAL CONNECTION ON INTANGIBLE ASSETS****Thiago Souza Sena**

Mestre em Administração pela Universidade do Vale do Itajaí (UNIVALI)
Prof. do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Itajaí (UNIVALI)
e-mail: tss.contador@gmail.com

Jeferson Lana

Doutorando em Administração pela Fundação Getúlio Vargas (FGV/EAESP)
e-mail: jeff@rovian.com.br

Rosilene Marcon

Doutora em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
Profa. e Coord. do Prog. de Pós-Grad. em Adm. da Univ. do Vale do Itajaí (UNIVALI)
e-mail: rmarcon@univali.br

Rodrigo Bandeira-de-Mello

Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
Prof. do Departamento de Administração da Fundação Getúlio Vargas (FGV/EAESP)
e-mail: rodrigo.bandeira.demello@fgv.br

Resumo:

Neste artigo investiga-se a influência da conexão política nos ativos intangíveis. Os antecedentes teóricos e empíricos sugerem que as conexões políticas estão fortemente relacionadas com maior valorização nas ações, acesso preferencial a capital, informações e risco (FISMAN, 2001; FACCIO, 2006; CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008). O racional desta relação estaria na blindagem que o governo oferece às empresas em que está conectado. Pelo fato da conexão política assegurar às empresas recursos financeiros que lhes permitam ter alta capacidade de investimentos, os ativos intangíveis se tornam uma variável de interesse por terem a capacidade de gerar retornos heterogêneos. Cerca de 550 empresas brasileiras listadas foram investigadas entre 2003 e 2013. Os dados econômico-financeiros foram extraídos manualmente das demonstrações contábeis obtidas de fontes secundárias (Economática®) e complementadas com informações dos relatórios de doações às campanhas políticas eleitorais, obtidas junto ao Tribunal Superior Eleitoral (TSE). Com relação à análise e o tratamento dos dados, foram estimados os modelos de regressão por meio da técnica de dados em painel com método de efeitos fixos, para controlar o efeito das variáveis não observáveis. O desenho da pesquisa também permitiu o uso das “diferenças nas diferenças” (DID), que pressupõe a presença de um choque exógeno (a Lei 11.638/2007). Os principais resultados mostraram uma forte influência positiva das doações às campanhas eleitorais nos ativos intangíveis das empresas, apresentando relações estatísticas significantes e com grande poder explicativo.

Palavras-chave: Ativos Intangíveis. Conexão Política. Doações Políticas.

Abstract:

In this article we investigate the influence of political connection in intangible assets. The theoretical and empirical record suggests that political connections are strongly related to greater appreciation in the shares, preferential access to capital, information and risk (FISMAN, 2001; FACCIO, 2006; CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008). The rationale of this relationship would be the shield that the government offers to companies in which it is connected. The fact that political connection ensure financial resources to companies allow them to have high capacity investments. Therefore, intangible assets become a variable of interest, once it provides the ability to generate heterogeneous returns. Some 550 Brazilian public companies were investigated between 2003 and 2013. The economic and financial data were extracted manually from financial statements obtained from secondary sources (Economática®) and supplemented with information from donations reports to electoral political campaigns, obtained from the Superior Court Electoral (TSE). Regarding the analysis and processing of the data, the regression models through the panel data technique with fixed effects method were estimated to control the effect of unobservable variables. The research design also allowed the use of "difference in differences" (DID), which requires the presence of an exogenous shock (Law 11.638 / 2007). The main results showed a strong positive influence of political donations on intangible assets, with significant statistical relationships and with great explanatory power.

Keywords: Intangible Assets. Political Connections. Campaign Donations.

1 Introdução

As conexões políticas têm sido valorizadas sobremaneira nas últimas décadas. Nas maiores e mais importantes economias do mundo, têm exercido um papel fundamental para as empresas; por isso, tornaram-se um ativo valioso e estão praticamente difundidas em todos os países (FISMAN, 2001; FACCIO, 2006). Essa linha de pesquisa vem recebendo atenção especial no Brasil, justamente pela influência da política nas empresas e também pelo interesse que as empresas têm no governo. Isso tem gerado um grande interesse no aprofundamento do tema pela academia e por profissionais de áreas afins.

O estabelecimento das conexões políticas no Brasil, em última análise, surge a partir do controle estatal dos recursos-chave. Os empresários do setor privado enfrentam muitos obstáculos na execução de seus negócios. Os financiamentos bancários, por exemplo, são, em grande parte, reservados para empresas estatais ou estão sujeitos a altíssimas taxas de juros, fator que muitas vezes inviabiliza a captação deste tipo de recurso. Evidentemente, laços estreitos com o governo ajudam as empresas a superarem essas falhas de mercado (LI et al., 2008).

Este artigo propõe contribuir para a análise da influência da conexão política de empresas brasileiras que investem nos ativos intangíveis. Ganha relevância ao acrescentar contribuições nos estudos que englobam as ligações entre a firma e o governo no contexto nacional (SAMUELS 2001a, 2001b, 2001c; SILVA; GRAMINHO, 2005; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2005; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON; ALBERTON, 2007; RAMALHO, 2007; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO; ALBERTON, 2008; CLAESSENS, FEIJEN; LAEVEN, 2008) e no contexto internacional (LEUZ; OBERHOLZER-GEE, 2006; BERTRAND et al., 2006; FAN, WONG; ZHANG, 2007; LI et

al., 2008; BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2009; GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2008; BANDEIRA-DE-MELLO et al., 2012).

A literatura de governança corporativa na área de finanças evidencia que os vínculos entre empresas e governo têm se tornado mais fortes e, conseqüentemente, as empresas têm maior valorização nas ações, obtêm mais proteção do governo, assumem riscos financeiros mais elevados, usufruem maior acesso a recursos financeiros e evidenciam maior grau de diversificação do que firmas que não possuem tais ligações (FISMAN, 2001; FACCIO, 2006; BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2009; CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2008; LI et al., 2011).

No levantamento feito na base de dados Capes e *Scopus* não foram localizados estudos que analisassem a relação da conexão política e os investimentos em ativos intangíveis, abrindo uma lacuna fértil para pesquisas nacionais. Nessa direção, existem evidências teóricas e empíricas de que os ativos intangíveis têm assumido papel cada vez mais proeminente no desenvolvimento das firmas (EDVINSSON; MALONE, 1998; STEWART, 1998; SVEIBY, 1998; KAYO, 2002). Lev (2001) afirma que riqueza e crescimento na economia de hoje são direcionados principalmente pelos ativos intangíveis e constatou, em investigação realizada nos Estados Unidos com as firmas que fazem parte da S&P 500 a existência de consistente crescimento da distância do valor contábil das firmas e o valor de mercado.

A grande influência dos ativos intangíveis na criação de riquezas para as empresas está associada também a determinadas características próprias desses ativos. Os ativos intangíveis possuem características tácitas e difíceis de codificar e seus atributos podem permitir a diferenciação entre as firmas e a obtenção de vantagens competitivas (VILLALONGA, 2004; PEREZ; FAMÁ, 2006). Portanto, Lev (2001) cita que os principais benefícios relacionados aos intangíveis têm origem em características como: efeitos de externalidade de rede, não-rivalidade e escalabilidade ilimitada. A não-rivalidade é um atributo inseparavelmente ligado à maioria dos ativos intangíveis por possuir usos alternativos não-rivais, assim, um ativo pode ser aproveitado concomitantemente, sem diminuir sua utilidade. Com relação à escalabilidade ilimitada: os ativos intangíveis oferecem retorno em escala, desta forma, é o tamanho do mercado que limita a escalabilidade de tais ativos.

A literatura aponta para o consenso entre pesquisadores no que se refere aos intangíveis como sendo um ativo que permite à organização obter vantagem competitiva (MARTINS, 1972; SVEIBY, 1998; EDVINSSON; MALONE, 1998; STEWART, 1998; ANTUNES, 2000; SÁ, 2000; LEV, 2001; PEREZ; FAMÁ, 2006). Portanto, as firmas têm como grande desafio a obtenção deste ativo, por conseguinte, o desenvolvimento destes ativos intangíveis, mantendo assim suas vantagens competitivas, desenvolvendo novas tecnologias e diferenciação comercial no ambiente econômico. Destaca-se que as estratégias de aplicação de recursos nos ativos intangíveis devem levar em conta todos esses aspectos.

Dessa forma, buscou-se analisar a influência da conexão política pelas doações às campanhas eleitorais nos ativos intangíveis das firmas brasileiras listadas na BM&FBovespa.

2 Construção Teórica

Nesta seção, examinam-se os ativos intangíveis e as conexões políticas. Na sequência, procura-se estabelecer relações para compreender a influência da conexão política nos investimentos em ativos intangíveis e, a partir das contribuições teóricas supracitadas, determinam-se as hipóteses a serem testadas.

2.1 Ativos Intangíveis

Em um mercado cada vez mais competitivo, o sucesso da atividade empresarial está ligado principalmente à qualidade do conhecimento que cada organização aplica nos seus processos. Corroborando, Lev (2001, p. 1) menciona que “riqueza e crescimento, na economia atual, são gerados, especialmente, por ativos intangíveis e que ativos tangíveis se transformam rapidamente em *commodities* que remuneram o capital investido na média”. Por outro lado, os retornos acima do normal ou posição competitiva dominante são obtidos pelo desenvolvimento de ativos intangíveis combinados com outros tipos de ativos.

Villalonga (2004) cita que os recursos intangíveis possuem características tácitas e difíceis de codificar, além de serem passíveis de negociação em mercados imperfeitos. Portanto, torna-se custoso a aquisição, o desenvolvimento ou a replicação destes recursos que, de maneira geral, são desenvolvidos internamente nas firmas. Pelas suas características, são difíceis de serem copiados pelos concorrentes, por se tornarem específicos da firma. Possivelmente essa dificuldade de reprodução é que os torna valiosos e os transformam em um dos fatores geradores de vantagem competitiva, vantagem essa, definida por Barney (1991), como sendo o momento em que a firma realiza uma estratégia de criação de valor que não pode ser concomitantemente realizada por qualquer outro competidor corrente ou potencial.

Para Stewart (1998), os ativos intangíveis correspondem à totalidade dos conhecimentos de uma firma que podem ser usados para produzir riqueza e proporcionar vantagem competitiva.

Segundo Domeneghetti e Meir (2009), os ativos intangíveis são fundamentais para a criação de valor das firmas em médio e longo prazo, pois são determinantes para que a firma se diferencie competitivamente de seus concorrentes. Além disso, os ativos intangíveis não apenas podem determinar vantagem competitiva como também podem contribuir para o acréscimo de valor na firma (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007; STEWART, 1998). Porém, para que isso aconteça, é condição *sine qua non* que as informações sobre ativos intangíveis sejam divulgadas ao mercado, a fim de mostrar ao investidor que a firma de fato reconhece e sabe quanto valem os seus ativos intangíveis (ANTUNES; LEITE; GUERRA, 2008).

Autores como Chauvin e Hirschey (1993), Megna e Klock (1993) e Connolly e Hirschey (2005) desenvolveram pesquisas que confirmaram a hipótese de que o investimento em ativos (ou recursos) intangíveis geraram desempenho financeiro superior e criação de valor para a empresa. Eles encontraram relações positivas e significantes entre o investimento em recursos vinculados à inovação e o valor de mercado das firmas. Villalonga (2004) por sua vez, identificou uma significativa ascendência dos ativos intangíveis nas firmas norte-americanas sobre o seu desempenho superior (mensurado pelo retorno sobre o ativo de cada firma em relação à média do setor); também constatou que os ativos intangíveis respondem pelo desempenho superior ao longo do tempo. Patrocínio, Kayo e Kimura (2007) citam como um dos exemplos mais assinalados de importância na aquisição dos ativos intangíveis quando a empresa Philip Morris incorporou a Kraft (indústria de alimentos) por US\$ 10 bilhões ou quando, no Brasil, a Unilever adquiriu a Kibon por US\$ 930 milhões. No primeiro caso, a Kraft tinha patrimônio contabilizado em cerca de US\$ 1 bilhão, enquanto, no segundo caso, a Kibon tinha um patrimônio de pouco mais de US\$ 300 milhões. A diferença entre os valores contábeis e os valores de aquisição pode ser atribuído aos ativos intangíveis que foram adquiridos juntamente com os bens físicos (PATROCÍNIO, KAYO, KIMURA, 2007).

Assim, quase que definitivamente, os autores referenciados nesta seção corroboram com a afirmação de que os ativos intangíveis são potenciais geradores de vantagem

competitiva e que esses ativos, provavelmente, são os grandes responsáveis pela composição de “Valor e Patrimônio” das firmas quando são considerados como recursos estratégicos.

Se, por um lado, o valor dos ativos intangíveis é tão importante, por outro, o processo de gerenciamento e mensuração vem enfrentando grandes dificuldades na geração dessas informações em nível estratégico para as tomadas de decisões, principalmente em organizações onde a parte central de sua operacionalização é o conhecimento (SVEIBY, 1998; KAPLAN; NORTON, 1997, 2000 e 2004; ANTUNES, 2000; ENSSLIN, et al., 2004).

2.2 Conexões Políticas

Nas maiores e mais importantes economias do mundo, as conexões políticas exercem papel fundamental nas firmas; por isso, tornaram-se um ativo valioso (FISMAN, 2001) e estão praticamente difundidas por todos os países (FACCIO, 2006). Essa evidência é confirmada por estudos recentes mostrando que o fenômeno das conexões políticas é prevalente em países desenvolvidos e em desenvolvimento. Com efeito, Faccio (2006) constatou que as empresas com ligações políticas são mais susceptíveis a serem socorridas, quando confrontadas com dificuldades financeiras, em comparação com empresas não conectadas. Fisman (2001) constatou, na Indonésia, uma correlação entre os relatórios sobre o estado de saúde do ex-presidente Suharto e o valor das empresas ligadas ao seu regime.

Agrawal e Knoeber (2001) demonstraram que empresas norte-americanas (US) com fortes interesses políticos provavelmente nomearão diretores com experiência política para ajudá-los a lidar com a burocracia do governo.

Sapienza (2004) evidenciou que, na Itália, os bancos estatais servem como um mecanismo que estimula o fornecimento de patrocínio político. No entanto, as conexões políticas predominam nos mercados emergentes, em que o papel das instituições (agências reguladoras) não é plenamente desenvolvido, e a corrupção é encoberta (FISMAN, 2001; FACCIO, 2006).

O cenário político, cada vez mais, faz parte da formulação estratégica das firmas, dessa forma, ações proativas são tomadas pelas empresas para criar um ambiente de políticas públicas favoráveis a elas. Como as políticas governamentais têm efeitos expressivos sobre o ambiente competitivo das firmas, muitas estão aumentando seus esforços para influenciar as decisões de políticas públicas (HILLMAN; HITT, 1999).

Os principais motivos que levam as firmas a arquitetarem conexões políticas variam de acordo com o objetivo da estratégia política de cada firma (FACCIO, 2006); de maneira geral, tem-se como objetivo a busca de favores especiais do governo e o distanciamento de ameaças à organização (BAYSINGER, 1984; PFFEFER; SALANCIK, 2003).

Segundo Boubakri, Cosset e Saffar (2009), o tratamento preferencial dado a empresas ligadas politicamente lhes permitem ter vantagens comparativas que, em tese, deveriam refletir favoravelmente sobre seu desempenho contábil. Deveras, os políticos no conselho de administração das empresas poderiam usar sua influência para obterem tratamento preferencial de bancos (especialmente bancos públicos), como o acesso mais fácil a financiamentos de longo prazo com taxas de juros mais baixas. Se esses recursos fossem eficientemente e eficazmente aplicados, poderia a empresa politicamente conectada obter vantagens em relação aos seus concorrentes. Contrariamente, a interferência política na gestão das empresas, potencializada pela possível ineficiência gerencial dos políticos, pode ser prejudicial para o desempenho da empresa (FAN; WONG; ZHANG, 2007).

A definição de conexão política neste artigo leva em conta as definições já padronizadas e usadas na literatura. Por exemplo, na perspectiva de Faccio (2006, p. 370) “a firma é conectada com um político se um dos maiores acionistas ou o representante principal

for: (a) um membro parlamentar, (b) um ministro Chefe de Estado ou (c) tenha estreito relacionamento com o alto escalão”.

Em vários países, estudos realizados evidenciaram que empresas são politicamente ligadas quando existe algum tipo de relação direta ou indireta com o governo. Na França, Bertrand et al. (2006) mencionam que uma empresa está politicamente ligada se o seu CEO frequentou escolas de elite, foi funcionário público ou tinha uma posição do governo. Na China, Fan, Wong e Zhang, (2007) definem uma empresa politicamente ligada se o CEO é um diretor ou ex-diretor do governo central, governo local, ou militar. Por fim, na Alemanha, Ferguson e Voth (2008) citam que as empresas eram politicamente ligadas quando seus executivos e membros do conselho fiscal estavam próximos ao partido no poder na década de 1930.

De acordo Boubakri, Cosset e Saffar (2009), a empresa é politicamente conectada se pelo menos um de seus maiores acionistas (alguém controlando mais de 10% dos direitos de voto, direta ou indiretamente) ou oficiais superiores (CEO, presidente, vice-presidente, presidente ou secretário) for: (a) um membro do parlamento, (b) um rei, presidente ou ministro ou (c) estreitamente ligado com os políticos ou com um partido político.

As *proxies* de conexões políticas têm sido parametrizadas da seguinte forma: (a) por doações a campanhas políticas (SAMUELS 2001a, 2001b, 2001c; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO; ALBERTON, 2008; CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008) conceituaram como sendo as empresas que contribuem para campanhas eleitorais de candidatos e em troca obtêm benefícios; (b) por intermédio do conselho de administração (GOLDMAN, ROCHOLL; SO, 2008; ECCO, 2010; CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2010) definiram que os membros do conselho de administração estão politicamente conectados se, em algum momento do passado, ocuparam uma cadeira como senador, deputado, membro da administração ou tenham exercido a direção de alguma firma ligada ao governo e por meio da (c) estrutura de propriedade (LAZZARINI, MUSACCHIO 2010), que acontece de forma direta ou indireta. A forma direta quando o governo é um acionista (MAKHJIA, 2004; FIRTH et al., 2009; WU, 2011) ou quando a firma tem acionistas com influência política (FACCIO, 2006). A forma indireta é operacionalizada pelos bancos públicos que promovem o desenvolvimento econômico e social do país – no caso do Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – e fundos de pensão de empresas estatais (Previ, Funcef, Petros) (LAZZARINI, 2011).

Sob o ponto de vista das estratégias políticas corporativas, admite-se a interdependência entre empresas e governo, não apenas uma relação unidirecional. As empresas são dependentes do governo; porém, o governo também é dependente das empresas na arrecadação tributária, na geração de empregos e, especificamente, os políticos podem se beneficiar do apoio às empresas na forma de contribuições financeiras (HILLMAN; HITT, 1999).

Claessens, Feijen e Laeven (2008) pesquisaram contribuições às campanhas das firmas ao pleito de deputados federais filiados e não filiados ao governo. Eles ponderaram que as firmas que contribuem têm a aspiração de obter certos favores políticos, focando no retorno por meio de acesso a financiamentos.

Ainda que estudiosos como Hillman (1999), Fisman (2001) e Bandeira-de-Mello e Marcon (2005) entendam que haja benefícios originados das conexões políticas, em contrapartida, existem correntes de estudos que sustentam a ideia de que os benefícios das conexões com o governo não excedem os custos destas ligações. Nessa direção, Bertrand et al. (2006) pesquisaram que as firmas francesas com ligações políticas apuraram lucros mais baixos devido a contas de salários mais elevadas, evidenciando em sua análise uma correlação

negativa entre o desempenho de uma firma e de suas conexões de CEO's com líderes políticos. Na China é imputado às firmas recentemente privatizadas, com conexões políticas, um desempenho inferior às firmas não conectadas (FAN; WONG; ZHANG, 2007; BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2009). Já na Malásia, firmas conectadas politicamente evidenciaram maior nível de alavancagem financeira, níveis baixos de rentabilidade e lucratividade, pagam impostos mais baixos e, conseqüentemente, distribuíram dividendos inferiores em relação a firmas independentes (MOHAMED et al., 2007).

O foco da investigação desta pesquisa está em correlacionar a conexão política das empresas, por intermédio das doações a campanhas eleitorais e os investimentos em ativos intangíveis. O presente estudo considerou que a firma esta conectada se a empresa é doadora de campanha eleitoral.

2.3 Construção das Hipóteses

A partir do arcabouço teórico, buscar-se-á verificar e analisar o efeito que as empresas conectadas politicamente por meio de doações a campanhas eleitorais têm sobre os ativos intangíveis. A literatura de governança corporativa na área de finanças indica que as firmas com ligações políticas usufruem maior acesso a recursos financeiros que empresas que não possuem tais ligações (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008).

Boubarkri, Cosset e Saffar (2009) citam que empresas que mantêm alguma conexão política tornam maior seu endividamento. Assim, investigar-se-á se as empresas que contribuem para a campanha eleitoral mediante doações aumentam ou não o capital de terceiros (financiamento bancário) após cada eleição, indicando que o acesso a financiamentos seja um importante produto, resultante da operacionalização da conexão política.

As doações aos candidatos têm impacto positivo no retorno das ações das empresas, além de se beneficiarem com acesso preferencial a financiamentos bancários. Nesse sentido, Jensen e Meckling (1976) citam que os acionistas de empresas alavancadas financeiramente estão predispostos a aplicarem recursos em ativos com alto grau de risco (intangíveis) por causa da responsabilidade limitada. Por conseguinte, as doações podem ser uma forma de as empresas garantirem recursos para investirem nos ativos intangíveis, por possuírem atributos que podem dirigir e, possivelmente, sustentar uma vantagem competitiva, além de gerar retornos heterogêneos (GALBREATH; GALVIN 2006).

Na perspectiva de Claessens, Feijen e Laeven (2008), há uma série de razões para que o Brasil seja um bom exemplo para testar o impacto das conexões políticas através de doações a campanhas eleitorais. Primeiramente, o Brasil é conhecido por relações tensas entre os políticos e as empresas, os fatos políticos recentes tem confirmado essa questão. Em segundo lugar, está relacionado ao nível limitado do Brasil de desenvolvimento das instituições (agências) reguladoras. Desse modo, o valor das ligações políticas provavelmente é maior do que em países mais desenvolvidos.

O fato de o Brasil estar entre os países com as mais altas taxas de juros do mundo, faz com que a conexão política seja valiosa e, certamente, geradora de benefícios pecuniários como o acesso preferencial a financiamentos bancários com juros abaixo dos praticados no mercado e com longos prazos de amortização, benefício que uma empresa não conectada politicamente provavelmente não teria. Considera-se ainda que o Brasil é um dos poucos países que registram as contribuições de campanha a nível de candidato individual. A legislação brasileira também determina registro individual e a justificativa das despesas de campanha por cada candidato.

As descrições teóricas conduziram à formulação das hipóteses de pesquisa a serem testadas neste estudo, levando em consideração que, em mercados emergentes como o Brasil, acredita-se que empresas doadoras para campanhas eleitorais estejam mais propensas a fazerem maiores investimentos em ativos intangíveis por estarem blindadas politicamente. Ora, se as empresas estão protegidas pela conexão política e há excesso de recursos financeiros, a probabilidade de a empresa tornar-se tecnicamente insolvente se torna remota, isso justifica o fato de as empresas se arriscarem em fazer maiores investimentos em ativos intangíveis, por esses, terem a capacidade de gerar retornos acima do normal em seus fluxos de caixa futuros (PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA 2007).

Alicerçado no referencial teórico examinado e para nortear o método de investigação respondendo à questão levantada no problema de pesquisa, apresenta-se as seguintes hipóteses a serem testadas:

Hipótese 1: Empresas com conexão política através de doações para campanhas eleitorais realizam maior investimento em ativos intangíveis.

Hipótese 2: Empresas com conexão política através de doações para campanhas eleitorais apresentam maior índice de endividamento.

Para responder a questão central do estudo e testar as hipóteses estabelecidas, a seguir serão evidenciados os procedimentos metodológicos, abrangendo a caracterização do estudo, população e amostra, coleta e tratamento dos dados e o método estatístico e econométricos.

3 Métodos

Este estudo investigou todas as empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros - BM&FBovespa. Elegeu-se essa população por apresentarem regras rígidas de governança corporativa, prezando por transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

No processo de descrição dessas empresas, procurar-se-á comunicar um viés intensamente quantitativo, que permitirá analisar a relação entre os ativos intangíveis e conexões políticas por intermédio de doações a campanhas políticas, ou seja, será investigado como uma variável influencia a outra. Finalmente, com a descrição e a análise dessas empresas, serão examinadas possíveis explicações para as relações entre estes fenômenos.

A coleta de informações das mesmas unidades repetidamente ao longo do tempo é chamada de painel. Cada vez mais, essa forma de estruturação dos dados tem sido aplicada para a análise de empresas e outras entidades sociais, utilizando todos os tipos de fonte (HANS; KATRIN; ALEXANDER, 2013). A coleta de dados teve características longitudinais e abrange o período de 11 anos, entre 2003 a 2013, compreendendo o primeiro (2003 a 2006) e segundo (2007 a 2010) períodos de mandato do ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva e parte significativa do segundo período de mandato da presidente Dilma Vana Rousseff (2011 a 2013).

O valor dos intangíveis da empresa foi estimado de duas maneiras: a partir da relação entre valor de mercado (VM) da empresa e de seu patrimônio líquido contábil (PLC) até o exercício social de 2007. Sendo assim, assume-se que quanto maior esse índice, maior é a participação dos ativos intangíveis no valor das empresas. Assim como a partir da vigência da Lei 11.638 (BRASIL, 2007), ou seja, 01.01.2008 por meio de declaração da própria empresa, informação disponível em seus relatórios contábeis em função de norma de padronização de relatórios contábeis do *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

O tratamento dos dados foi feito com o objetivo de normalizar as distribuições e buscar métricas que permitam relacionar as variáveis conforme os pressupostos das técnicas estatísticas utilizadas. Dentre as opções mais usuais nos antecedentes empíricos e que foram escolhidos para este artigo, pode-se citar a transformação das variáveis em logaritmo, a padronização e o corte das caldas extremas (*winsorização*).

Para a análise, foi feito uso da estatística denominada análise de regressão múltipla para examinar a relação entre as variáveis dependentes (Ativos Intangíveis e Endividamento) – variáveis a serem previstas ou explicadas e a variável independente (Doações às campanhas políticas) – variável selecionada como previsora e potencial variável de explicação das variáveis dependentes (HAIR et al., 2009). Foi utilizada uma regressão simples para cada *proxy* e, na sequência, uma múltipla com todas as demais variáveis.

As variáveis aparecem com a seguinte descrição nos modelos: Ativo Intangível (*lnintang*); Endividamento (*lnendiv*); Doações (*donatid*); Lei (*law*); Ativo Total (*lnat*); Valor de Mercado (*mvalue*).

4 Resultados e Análises

Os resultados apresentados nesta seção buscam testar as hipóteses sugeridas no desenvolvimento teórico do artigo. A primeira hipótese trata da relação positiva entre doações a campanhas eleitorais e o valor dos ativos intangíveis da firma. A segunda hipótese versa sobre a relação positiva entre as doações à campanha política e o grau de endividamento das empresas. Cabe ressaltar que nesta pesquisa, assim como no trabalho de Bandeira-de-Mello et al. (2012), as doações às campanhas políticas servem como uma forma de mensurar a conexão política. Demais variáveis que também assumem esse papel (a saber, propriedade estatal e conselheiros com vinculação política) não foram utilizadas neste trabalho de pesquisa.

As variáveis adicionais que compõem os testes estatísticos com função de controle são Ativo Total, Patrimônio Líquido e Valor de Mercado, que seguem as métricas apresentadas no capítulo anterior. A Tabela 1 apresenta a matriz de correlação de Pearson dessas variáveis, conforme se observa:

Tabela 1 – Matriz de correlação das variáveis do estudo

	Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1)	AT	1					
(2)	PL	0,9257*	1				
(3)	VM	0,3809*	0,4258*	1			
(4)	Intangível	0,7011*	0,6014*	0,2669*	1		
(5)	Endividamento	0,1446*	-0,1696*	-0,0232	0,0701	1	
(6)	Doações	0,5907*	0,5663*	0,2370*	0,3965*	-0,0704	1

Legenda: (*) Valores significativos a 5%

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Pela Tabela 1, é possível observar valores fortes de correlação positiva (conforme Hair et al (2009), acima de 70%) e estatisticamente significativos entre Ativo Total e Patrimônio Líquido (0,9257, *p-value* <0,05) e entre o Ativo Total e Intangível (0,7011, *p-value* <0,05). Essas evidências sugerem uma possível associação entre as variáveis independentes (multicolinearidade), fenômeno que reduz o poder preditivo entre as variáveis dos modelos a serem apresentados e, por isso, sugere-se o uso de testes de multicolinearidade, como o teste *VIF*. O coeficiente das demais variáveis ficaram próximos ou abaixo de 60% e representam

menores preocupações para os modelos. É interessante ressaltar o coeficiente de correlação entre as três principais variáveis de interesse da presente pesquisa: entre Doações e Intangíveis, o coeficiente é de 0,3965 ($p\text{-value} < 0,05$), enquanto entre Doações e Endividamento não foi possível rejeitar a hipótese nula de que o coeficiente é zero.

A variável de interesse da primeira hipótese é a doação à campanha política eleitoral (β_1) regredido no Intangível da firma. A forma utilizada para buscar a melhor aderência aos dados foi a conhecida como *stepwise*, em que a adição das variáveis se dá passo-a-passo, mediante significância dos resultados. Assim, foram testados aproximadamente 20 modelos (posteriormente é apresentado o modelo final, com melhor aderência).

A regressão linear simples de Doações em Intangível não apresentou significância estatística. Assim, o modelo inicial falhou em rejeitar a hipótese nula de influência. Mesmo com a adição de demais controles, a variável Doações (operacionalizada como o logaritmo natural dos valores doados) ainda não apresentou significância. Uma solução comum nos antecedentes empíricos é a operacionalização da variável binária (em *dummy*), que apresenta 0 para as empresas que não doaram e 1 para as doadoras. Operacionalizada desta forma, a regressão de Doações em Intangível apresentou valor significativo ($\beta = 1,05$, $p\text{-value} < 0,001$). Isso significa que, sem demais controles, empresas doadoras podem ter seu valor de intangível superior em média 185% frente às empresas não doadoras ($(e^{1,05}-1) = 185\%$). Novas variáveis foram adicionadas para evitar que o coeficiente fosse superestimado, mas os valores ficaram próximos ao encontrado pela regressão linear simples.

Uma vez que as Doações parecem ter efeito positivo sobre os intangíveis e que os intangíveis sofreram alterações na forma de reconhecimento, classificação e contabilização dos ativos intangíveis em função da Lei 11.638 (BRASIL, 2007), a primeira questão a surgir é: como as empresas doadoras e não doadoras reagiram à Lei? Essa pergunta pode ser respondida com o uso de uma técnica estatística conhecida como “diferenças nas diferenças” (DID). O uso da DID pressupõe um choque exógeno (a Lei 11.638/2007) que impacta igualmente os indivíduos. Nesse sentido, espera-se que o grupo tratado (neste artigo, aquelas empresas que doaram) reaja de forma semelhante quando comparado com o grupo de controle (empresas não doadoras). Caso haja diferenças superiores àquelas já existentes antes do choque exógeno, atribui-se essa desproporção nas diferenças ao tratamento. Em resumo, espera-se que a Lei 11.638 (BRASIL, 2007) não altere a diferença de valores de Intangível existente entre empresas doadoras e não doadoras. A operacionalização dessa técnica é bastante simples no modelo e requer apenas a adição da interação entre as Doações e a variável Lei (que também é uma variável binária, com valores de 0 para os anos antes da Lei e 1 para os anos depois). Essa regressão pode ser observada na Tabela 2, que apresenta o modelo final para o teste da Hipótese 1.

Ao utilizar um modelo de efeitos fixos, o modelo final apresentou o total de 486 observações, com poder de previsão geral (*R-squared overall*) de aproximadamente 32% da variância do Intangível. A variável *dummy* das doações apresentou valor positivo de $\beta = 1,25$, significativo para um $p\text{-value}$ de 0,01%. Ao aplicar a fórmula $(e^{1,25}-1) = 250\%$, tem-se que a presença de doações pode elevar o valor do Intangível em média 250%. Esse alto nível de crescimento acontece em todos os períodos analisados, sinalizando que as empresas com conexão política via doações a campanhas eleitorais, por estarem blindadas politicamente, se arriscam em fazerem maiores investimentos nos ativos intangíveis, por esses, terem a capacidade de gerar retornos acima do normal em seus fluxos de caixa futuros e também por serem um dos fatores geradores de vantagem competitiva (BARNEY, 1991; PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA 2007). Tal evidencia vem ao encontro do que foi sugerido na Hipótese 1, de que as doações às campanhas tem relação positiva com o valor do intangível das empresas.

Tabela 2 – Modelo 1 Final da Hipótese 1.

```

. xtreg lnintang donatid law interac2 lnat, fe vce(r)
Fixed-effects (within) regression      Number of obs      =      486
Group variable: pannelid              Number of groups   =      304

R-sq:  within = 0.3537                 Obs per group: min =      1
      between = 0.3702                 avg =              1.6
      overall = 0.3228                 max =              3

corr(u_i, Xb) = 0.3490                 F(4, 303)         =      22.28
                                          Prob > F          =      0.0000

                                          (Std. Err. adjusted for 304 clusters in pannelid)

```

lnintang	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
donatid	1.252321	.3946457	3.17	0.002	.4757274	2.028914
law	-1.069719	.2458064	-4.35	0.000	-1.553423	-.5860151
interac2	-1.178684	.3892158	-3.03	0.003	-1.944592	-.4127761
lnat	.2198803	.1848528	1.19	0.235	-.1438775	.583638
_cons	8.087189	2.459605	3.29	0.001	3.24712	12.92726
sigma_u	3.075449					
sigma_e	1.36437					
rho	.83555448	(fraction of variance due to u_i)				

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Adicionalmente e também significativa (para um *p-value* menor que 0,001%) ficou o efeito da Lei 11.638 (BRASIL, 2007), com um coeficiente de $\beta = -1,06$. Conforme já sugerido na estatística descritiva, em função da promulgação da Lei 11.638 (BRASIL, 2007), convergindo para o *International Financial Reporting Standards* (IFRS), houve uma forte diminuição dos valores totais (aproximadamente uma queda de 65%). A segunda questão que surge é: qual impacto a Lei trouxe nos critérios de avaliação dos ativos intangíveis? Antes da Lei as diferenças entre valor de mercado (valor justo) da entidade e o valor contábil de seu patrimônio líquido incluía uma série de fatores internos e externos que afetavam o valor da entidade a qualquer momento, ou seja, quem determinava o valor da empresa era o mercado. No entanto, o pronunciamento técnico 4 (CPC, 2010) cita que, essas diferenças não representam o custo dos ativos intangíveis controlados pela entidade. A Lei em questão cita basicamente dois critérios para que um ativo intangível possa ser reconhecido: haver benefícios econômicos futuros e o custo do ativo possa ser avaliado com confiabilidade. Portanto, as regras de reconhecimento, classificação e contabilização dos ativos intangíveis estão muito mais rígidas e isso, provavelmente, implicou na redução significativa do valor dos ativos intangíveis.

Uma evidência altamente relevante para este trabalho de pesquisa é a interação proposta entre as variáveis Doações e Lei. O coeficiente foi significativo para um *p-value* menor que 0,01%, com valor $\beta = -1,178684$, o que sugere uma queda próxima a 70% no valor dos Intangíveis. O fato de a interação ser significativa indica que o valor do Intangível das

empresas depende também dos efeitos da Lei 11.638 (BRASIL, 2007) sobre o efeito das doações (doações possuem efeitos distintos para diferentes valores de Lei).

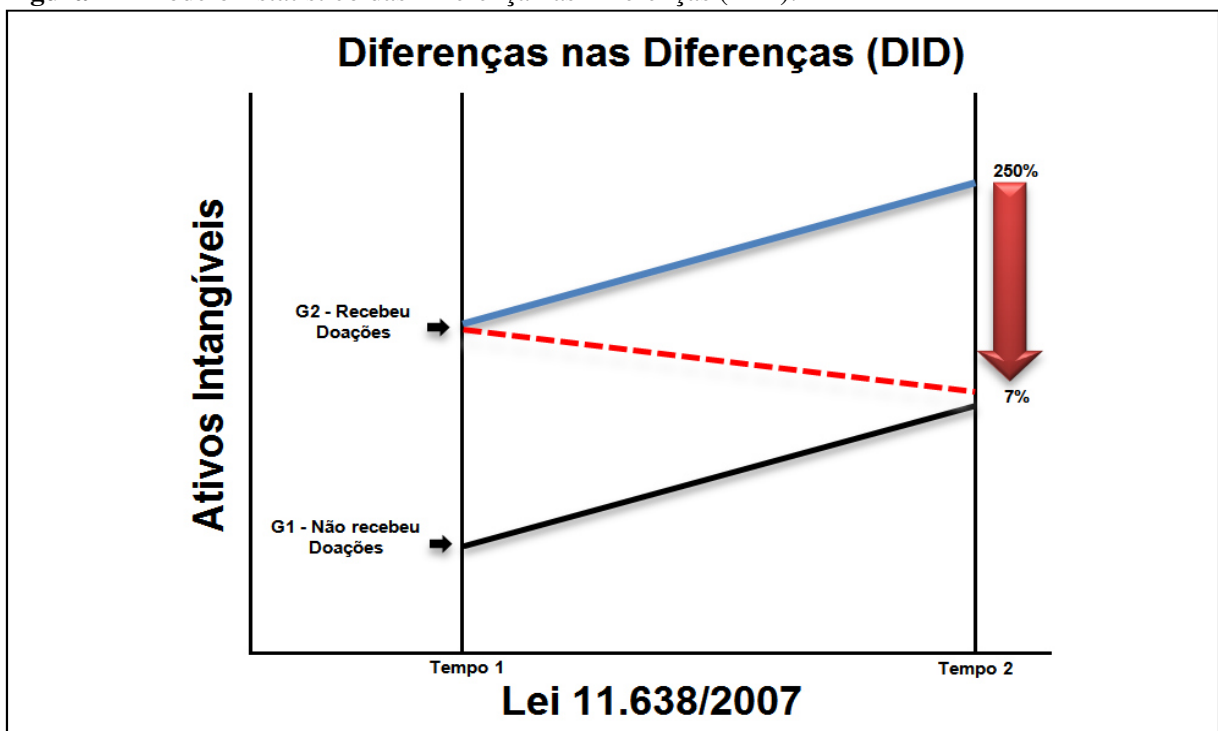
Em outras palavras, o efeito da Lei sobre as empresas doadoras (tratadas) é proporcionalmente diferente do efeito das não doadoras (controle). O novo efeito das doações passa a ser dado por:

$$\beta_1 * Doações + \beta_3 * (Doações * Lei) \quad (1)$$

Em valores, $1,252321 + (-1,178684) = 0,073637$ ou aproximadamente 7%, ou seja, a Lei praticamente anulou o benefício da conexão política através das doações a campanhas eleitorais em comparação ao ativo intangível das empresas que não doaram. Sendo assim, para este artigo, especificamente na questão da interação das variáveis Doações e Lei depois da promulgação, os resultados não demonstraram diferenças significativas entre o ativo intangível da empresa conectada em relação a não conectada. Essa constatação não atende amplamente a afirmação de que as firmas com ligações políticas usufruem maior acesso a recursos financeiros do que empresas que não possuem tais ligações (CLAESSENS, FEIJEN; LAEVEN, 2008; LI et al. 2008).

De outra maneira, pode-se inferir que a Hipótese 1 está confirmada, antes da Lei esse aumento foi de 250%, e após a Lei ainda é maior, porém de apenas 7% (conforme Figura 1). Esse resultado é relevante, pois utiliza uma metodologia que se aproxima com maior confiança dos efeitos causais do teste. Na Figura 1 é permitido observar que a reta 02, ao invés de se apresentar 250% acima da reta 1 no momento 2, assim como no momento 1, cai para apenas 7%. A variável Ativo Total não apresentou significância estatística e, por isso, não permite análises conclusivas. A Tabela 2 apresenta os valores do modelo 1 final.

Figura 1 – Modelo Estatístico das Diferença nas Diferenças (DID).



Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados da pesquisa.

A multicolinearidade foi testada com auxílio do *software* estatístico *Stata* 13. Todos os valores ficaram dentro do intervalo aceito. Por fim, embora os testes dos modelos tenham utilizado coeficientes de robustez que ajudam a controlar a heterocedasticidade, a normalidade dos resíduos contribuem para demonstrar que os coeficientes estimados não são enviesados. A partir da análise dos resíduos, conclui-se que há normalidade.

Os mesmos testes e variações de unidades e modelos foi aplicado para testar a Hipótese 2. A única diferença é a variável dependente, aqui representada pelo Endividamento das empresas. Embora a Teoria da Agência tenha influência sobre a definição de estrutura de capital das empresas em diferentes ciclos de crescimento, o fluxo de caixa livre está propenso a ser maior no período de maturidade das empresas e, conseqüentemente, a participação de capital de terceiros (Endividamento) tende a ser mais indicada neste ciclo de vida das firmas (KAYO, 2002).

Ainda que Jensen e Meckling (1976) afirmem serem os acionistas de empresas alavancadas propensos a aplicarem recursos em projetos (ativos) com alto grau de risco por causa da responsabilidade limitada, as evidências empíricas observadas nos modelos não permitiram rejeitar a hipótese nula. Em outras palavras, a variável Doações não encontrou significância estatística ao ser regredida em Endividamento.

Conseqüentemente, não é possível tecer afirmativas sobre essa relação, uma vez que os resultados são não conclusivos. A Tabela 3 apresenta os resultados do modelo 2 final.

Tabela 3 – Modelo 2 final da Hipótese 2.

<code>. xtreg lnendiv donatid law lnat, fe vce(r)</code>						
Fixed-effects (within) regression			Number of obs	=	822	
Group variable: pannelid			Number of groups	=	513	
R-sq: within	=	0.0493	Obs per group: min	=	1	
between	=	0.0071	avg	=	1.6	
overall	=	0.0153	max	=	3	
corr(u_i, Xb) = -0.2198			F(3, 512)	=	4.19	
			Prob > F	=	0.0060	
(Std. Err. adjusted for 513 clusters in pannelid)						
lnendiv	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
donatid	-.0709454	.1007561	-0.70	0.482	-.2688916	.1270008
law	-.1646437	.0779892	-2.11	0.035	-.3178619	-.0114254
lnat	.2506605	.0736341	3.40	0.001	.1059983	.3953227
_cons	-2.851421	.9600399	-2.97	0.003	-4.737523	-.9653187
sigma_u	1.6152994					
sigma_e	.70649321					
rho	.8394207	(fraction of variance due to u_i)				

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Verifica-se que esse modelo apresentou maior número de observações, um total de 822. Ainda assim, o poder de predição do modelo é de apenas 1,53% da variância do

endividamento. As variáveis de controle Lei e Ativo Total apareceram como significativas. A mudança da Lei teve uma relação negativa de aproximadamente 16% ($\beta = -0,1646$, $p\text{-value} < 0.05$), enquanto uma mudança de 1% no Ativo Total está relacionado com o aumento de 25% do Endividamento ($\beta = 0,2506$, $p\text{-value} < 0.001\%$). Ainda assim, a variável Doações, seja em valores absolutos ou em variável dicotômica, não apresentou significância estatística. Assim, não há evidências empíricas que permitam afirmar que o efeito de Doações em Endividamento é diferente de zero. Os demais testes de multicolinearidade e resíduos, a exemplo do que foi feito no modelo 1, também foram testados e apresentaram resultados confiáveis para a estimação.

5 Considerações Finais

O debate nas comunidades acadêmicas e de negócios quanto à importância e operacionalização das conexões políticas tem sido fundamental nas estratégias das empresas em geral. Este artigo se preocupou em examinar a conexão política por meio das doações às campanhas eleitorais e os investimentos em intangíveis. As demais *proxies* que também assumem esse papel, como propriedade estatal e conselheiros com vinculação política, não foram utilizadas neste trabalho de pesquisa. O fato de estas ligações políticas garantirem recursos às empresas, principalmente financeiros, que lhes permitem ter maior capacidade de investimentos em ativos em relação às empresas não conectadas, contribuiu de forma relevante na investigação dos investimentos em ativos intangíveis nas firmas conectadas politicamente, por esses terem a capacidade de gerar retornos acima do normal em seus fluxos de caixa futuros e por serem um dos fatores geradores de vantagem competitiva (BARNEY, 1991; PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA 2007).

As hipóteses geradas buscaram verificar se doações às campanhas eleitorais influenciava o aumento dos ativos intangíveis e do endividamento. O teste da Hipótese 1 mostrou inicialmente que Doações está associado a um valor do ativo Intangível em média 250% superior. Tal evidência vem ao encontro da Hipótese em questão, de que as doações às campanhas eleitorais tem relação positiva com o valor do intangível das empresas. No entanto, após a promulgação da Lei 11.638 (BRASIL, 2007), que trouxe alterações na forma de reconhecimento, classificação e contabilização dos ativos intangíveis, a doação às campanhas eleitorais continuou influenciando positivamente no ativo intangível, só que agora em apenas 7%. Portanto, antes da Lei a influência das doações nos ativos intangíveis foi altamente expressiva; em contrapartida, após a Lei, as empresas que doaram às campanhas eleitorais foram as que mais sofreram queda, saindo de 250% para somente 7%. Cabe lembrar que para efeitos de cálculos, foram utilizadas variáveis distintas para o período antes e pós Lei, mas que essa diferença foi homogênea para empresas doadoras e não doadoras.

Não há uma resposta que determine essa queda significativa, mas, pode-se pressupor que, antes da Lei, quem avaliava os ativos intangíveis pelo valor de mercado era o próprio mercado, então, o anúncio das empresas doadoras poderia fazer com que as ações dessas empresas subissem. Por outro lado, as empresas que não doavam poderiam ter queda nas suas ações. Isso gerou grande diferença de valor de mercado entre as empresas conectadas e não conectadas. Comparando o efeito da Lei, a redução foi de aproximadamente 65%, e verificou-se que o efeito da Lei sobre as empresas doadoras é proporcionalmente diferente do efeito das não doadoras. Dessa maneira, a Lei reduziu significativamente o benefício da conexão política através das doações às campanhas eleitorais em comparação ao ativo intangível das empresas que não doaram. Assim, entende-se que, enquanto o mercado atribuía um valor heterogêneo às empresas doadoras, as mesmas não se utilizaram dessa conexão para

investimentos significativos em ativos intangíveis, mantendo-se apenas 7% superior às demais não doadoras.

Com relação à Hipótese 2, os resultados encontrados não corroboraram com o arcabouço teórico. Esperava-se um alto grau de endividamento das empresas conectadas politicamente. Nessa perspectiva, Boubarkri, Cosset e Saffar (2009) citam que empresas mantenedoras de alguma forma de conexão política tornam maior seu endividamento. No entanto, as evidências empíricas observadas nos modelos não permitiram rejeitar a hipótese nula. Ou seja, a variável doações a campanhas eleitorais não encontrou significância estatística ao ser regredida em endividamento, portanto, os resultados não foram conclusivos.

Quanto às limitações de pesquisa, de certa maneira, podem enviesar os resultados e também desvirtuar a análise dos dados estatísticos. Possivelmente a limitação mais marcante neste artigo esteja relacionada à classificação dos ativos intangíveis antes da Lei 11.638 (BRASIL, 2007). Muitos desses ativos intangíveis antes da Lei eram classificados como ativos diferidos, como por exemplo, gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D). Uma segunda limitação é a não incorporação de algumas variáveis que, teoricamente, iriam contribuir na explicação do modelo econométrico, como variáveis de risco. Normalmente as empresa mais endividadas evidenciam um risco financeiro maior que as menos endividadas.

Em referência ao desenvolvimento de outros estudos que associem conexão política e ativos intangíveis, a sugestão principal é adicionar um modelo alternativo ao invés de considerar somente a forma de reconhecimento, classificação e contabilização dos ativos intangíveis previstos pela Lei 11.638 (BRASIL, 2007). Especificamente a proposta é considerar o valor de mercado durante todo o período coletado, assim seria possível verificar o comportamento dos ativos intangíveis quando influenciado pelas doações a campanhas eleitorais de empresas conectadas e não conectadas.

De maneira geral, este estudo permitiu desenvolver associações entre variáveis. Os resultados inicialmente mostraram uma forte influência positiva das doações a campanhas eleitorais nos ativos intangíveis das empresas e não conclusivo quando influencia positivamente o endividamento.

Referências

AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Do Some Outside Directors Play a Political Role? **The Journal Of Law And Economics**, [s.l.], v. 44, n. 1, p.179-198, abr. 2001.

ANTUNES, M. T. P.; LEITE, R. S.; GUERRA, L. F. Divulgação de informações sobre ativos intangíveis e sua utilidade para analistas de investimentos. **Revista Universo contábil**, Blumenau, v. 4, p.22-38, out. 2008.

ANTUNES, M. T. P. **Capital intelectual**. São Paulo: Atlas, 2000.

BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Unpacking firm effects: modeling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments. **Bar, Braz. Adm. Rev.**, [s.l.], v. 2, n. 1, p.21-37, 2005.

BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R.; ALBERTON, A. Stakeholder interaction effects on firm performance in emerging countries: the case of Brazil. In: 2007 ANNUAL MEETING OF THE ACADEMY OF MANAGEMENT - AOM (BPS Division). **Proceedings**...Filadélfia, 2007.

- BANDEIRA-DE-MELLO, R. et al. Firm performance effects of nurturing political connections through campaign contributions. **African Journal of Business Management**, [s.l.], v. 6, n. 9, p.3327-3332, 7 mar. 2012.
- BAYSINGER, B. D. Domain Maintenance as an objective of business political activity: An expanded typology. **Academy of Management Review**, [s.l.], v. 9, n. 2, p.248-258, 1 abr. 1984.
- BARNEY, J. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, [s.l.], v. 17, n. 1, p.99-120, 1 mar. 1991.
- BERTRAND, M. et al. Politicians, firms and the political business cycle: evidence from France. **Unpublished working paper**. University of Chicago, 2006.
- BOUBAKRI, N.; COSSET, J.; SAFFAR, W. Politically connected firms: an international event study. **Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract>**, v. 1242402, p. 01-29, 2009.
- BRASIL. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga dispositivos das Leis nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2007-2010/2007/lei/11638.htm>. Acesso em: 07 ago. 2014.
- CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Conexões políticas das firmas sob as perspectivas da governança e da dependência de recursos. In: ENCONTRO DE ESTUDOS ORGANIZACIONAIS DA ANPAD, 6., 2010, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: ENEO, 2010. p. 1 - 17.
- CHAUVIN, K. W.; HIRSCHEY, M. Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm. **Financial Management**, [s.l.], v. 22, n. 4, p.128-140, 1993.
- CONNOLLY, R. A.; HIRSCHEY, M. Firm size and the effect of R&D on Tobin's q. **R&D Management**, [s.l.], v. 35, n. 2, p.217-223, mar. 2005.
- CLAESSENS, S.; FEIJEN, E.; LAEVEN, L. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 88, n. 3, p.554-580, jun. 2008.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamento CPC 04 R1: ativos intangíveis**. 2010. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/187_CPC_04_R1_rev_06.pdf>. Acesso em: 7 ago. 2014.
- DOMENEGUETTI, D.; MEIR, R. **Ativos intangíveis: como sair do deserto competitivo dos mercados e encontrar um oásis de valor e resultados para sua empresa**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ECCO, I. L. **Conselhos de administração das empresas reguladas no Brasil: conexões políticas e o seu desempenho**. 2010. 128 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, 2010.

EDVINSSON, L.; MALONE, M. S. **Capital intelectual**. São Paulo: Makron Books, 1998.

ENSSLIN, S. R. et al. Diagnóstico do capital intelectual informado pelas ferramentas gerenciais navegador do capital intelectual e o Balanced Scorecard: uma proposta de gerenciamento. In: ENCONTRO NACIONAL DOS CURSOS DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 15., 2004, Florianópolis. **Anais...** São Paulo: ENANGRAD, 2004. CD-ROM.

FACCIO, M. Politically connected firms. **American Economic Review**, [s.l.], v. 96, n. 1, p.369-386, mar. 2006.

FAN, J. P. H.; WONG, T. J.; ZHANG, T. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 84, n. 2, p.330-357, maio 2007.

FERGUSON, T.; VOTH, H. Betting on Hitler - The Value of Political Connections in Nazi Germany. **Quarterly Journal of Economics**, [s.l.], v. 123, n. 1, p.101-137, fev. 2008.

FIRTH, M. et al. Inside the black box: Bank credit allocation in China's private sector. **Journal of Banking & Finance**, [s.l.], v. 33, n. 6, p.1144-1155, jun. 2009.

FISMAN, R. Estimating the value of political connections. **American Economic Review**, [s.l.], v. 91, n. 4, p.1095-1102, set. 2001.

GALBREATH, J.; GALVIN, P. Accounting for performance variation: how important are intangible resources? **International Journal of Organizational Analysis**, [s.l.], v. 14, n. 2, p.150-170, maio 2006.

GOLDMAN, E.; ROCHOLL, J.; SO, J.. Do politically connected boards affect firm value? **Review of Financial Studies**, [s.l.], v. 22, n. 6, p.2331-2360, 2 out. 2008.

HANS J. A.; KATRIN G.; ALEXANDER W. S. **Applied panel data analysis for economic and social surveys**. Berlin Heidelberg: Springer-Verlag, 2013.

HAIR J. et al. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2007

HILLMAN, A. J.; HITT, M. A. Corporate political strategy formulation: a model of approach, participation, and strategy decisions. **Academy of Management Review**, [s.l.], v. 24, n. 4, p.825-842, 1 out. 1999.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 3, n.4, p. 305-360, jul. 1976.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. **A estratégia em ação: balanced scorecard**. Tradução de Luiz Euclides Trindade Frazão Filho. Rio de Janeiro: Campus. 1997.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. **Mapas estratégicos - Balanced Scorecard: convertendo ativos intangíveis em resultados tangíveis**. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier; 2004.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. **Organização orientada para a estratégia: como as empresas adotam o balanced scorecard e prosperam no ambiente de negócios**. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

KAYO, E. K. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas**. 2002. 126 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

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

LAZZARINI, S. G; MUSACCHIO, A. **Leviathan as a Minority Shareholder: a study of equity purchases by the brazilian national development bank (BNDES), 1995-2003**. 2010. Disponível em: <[http://www.hbs.edu/faculty/Publication Files/11-073.pdf](http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/11-073.pdf)>. Acesso em: 7 ago. 2014.

LEUZ, C.; OBERHOLZERGEE, F. Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 81, n. 2, p.411-439, ago. 2006.

LEV, B. **Intangibles: management, measurement, and reporting**. Washington: Brookings, 2001.

LI, H. et al. Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. **Journal of Development Economics**, [s.l.], v. 87, n. 2, p.283-299, out. 2008.

LI, W. et al. Political connections and corporate diversification in emerging economies: Evidence from China. **Asia Pacific Journal Management**, [s.l.], v. 29, n. 3, p.799-818, 13 ago. 2011.

MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; ALBERTON, A. Instrumental Stakeholder Theory in Turbulent Environments: An Empirical Testing using Political and Social Donations. **Brazilian Business Review**, [s.l.], v. 5, n. 3, p.275-293, 30 dez. 2008.

- MEGNA, P.; KLOCK, M. The Impact of Intangible Capital on Tobin's q in the Semiconductor Industry. **The American Economic Review**, [s. l.], v. 83, n. 2, p.265-269, 2 maio 1993.
- MAKHIIJA, M. V. et al. The value of restructuring in emerging economies: the case of the Czech Republic. **Strategic Management Journal**, [s.l.], v. 25, n. 3, p.243-267, 26 jan. 2004.
- MARTINS, E. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. 1972. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1972.
- MOHAMED, S. et al. Characteristics and performance of politically-linked firms in malaysia. **International Journal of Finance**, [s. l.], v. 19, n. 4, p.4576-4603, 2007.
- PATROCÍNIO, M. R.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 42, n. 2, p.205-215, 2007.
- PEREZ, M. M.; FAMA, R. Características Estratégicas dos Ativos Intangíveis e o Desempenho econômico da empresa. **Revista Eletrônica Gestão dos Negócios**, Santos, v. 2, n. 2, p.69-96, 2006.
- PFEFFER, J.; SALANCIK, Gerald R. **The external control of organizations: a resource dependence perspective**. Stanford, California: Stanford Business Books, 2003.
- RAMALHO, R. **The persistence of corruption: evidence from the 1992 presidential impeachment in Brazil**. 2007. Disponível em: <http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2008/09/09/000333037_20080909024516/Rendered/PDF/452500WP0Box331persistence01PUBLIC1.pdf>. Acesso em: 7 ago. 2014.
- SÁ, A. L. Ativo intangível e potencialidades dos capitais. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, n. 125, p. 46-53, 2000.
- SAMUELS, D. J. Incumbents and Challengers on a Level Playing Field: Assessing the Impact of Campaign Finance in Brazil. **Journal of Politics**, [s.l.], v. 63, n. 02, p.569-584, maio 2001a.
- SAMUELS, D. J. Money, Elections, and Democracy in Brazil. **Latin American Politics And Society**, [s.l.], v. 43, n. 2, p.27-48, jul. 2001b.
- SAMUELS, D. J. Does Money Matter? Credible Commitments and Campaign Finance in New Democracies: Theory and Evidence from Brazil. **Comparative Politics**, [s.l.], v. 34, n. 1, p.23-42, out. 2001c.
- SAPIENZA, P. The effects of government ownership on bank lending. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 72, n. 2, p.357-384, maio 2004.

SILVA, A. L. C.; GRAMINHO, F. M. Campaign Finance and Corporate Governance: The Case of Brazil. **Corporate Ownership & Control**, [s. l.], v. 3, p.125-136, 2005.

STEWART, T. A. **Capital intelectual**: a nova vantagem competitiva das empresas. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

SVEIBY, K. E. **A nova riqueza das organizações**: gerenciando e avaliando patrimônios de conhecimento. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

VILLALONGA, B. Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. **Journal Of Economic Behavior & Organization**, [s.l.], v. 54, n. 2, p.205-230, jun. 2004.

WU, H. Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects. **Journal of Business Research**, [s.l.], v. 64, n. 8, p.839-845, ago. 2011.