



São Paulo, 21 a 23 de Julho de 2014

**Novas Perspectivas
na Pesquisa Contábil**

**Conexões Políticas e as Empresas Brasileiras: Um estudo experimental sobre as
decisões de investimento no mercado de capitais**

JOAO MARCELO ALVES MACÊDO

Universidade Federal da Paraíba

CÉSAR AUGUSTO TIBÚRCIO SILVA

Universidade de Brasília

Conexões Políticas e as Empresas Brasileiras: Um estudo experimental sobre as decisões de investimento no mercado de capitais

Resumo:

A economia brasileira sempre dependeu da força do Estado, que através de sua capacidade de investimento alavancava certos setores. Na década de 90, com o os movimentos privatizadores e com a escassez do poder investidor/gestor do Estado, as organizações buscavam formas de financiar suas atividades. Surgem as conexões políticas, como forma de avaliar fatores que interligam certas empresas ou grupos econômicos aos governos. Estas se dão pela estrutura de propriedade, pelas conexões dos membros do *board* ou dos conselhos de administração com os governos e pelas doações de campanha. Este estudo guia-se pela questão de pesquisa: **Estariam os analistas propensos a manterem empresas, na sua carteira de investimentos, que têm conexões políticas explícitas?** Metodologicamente utilizou-se do método indutivo, através de uma abordagem experimental, onde os respondentes recebiam novas informações e eram questionados sobre a manutenção da empresa no portfólio. A população foi de 408 respondentes e a amostra finalizou com 308 respostas. Utilizou-se para análise uma regressão logística, com os testes de *Hosmer* e *Lemeshow* e *Count R²* e complementarmente *crostrabs* de dados característicos dos respondentes. Os resultados apontam para um público apolítico predominante e as variáveis (a) Classificação Política (CLAS); (b) Filiação Partidária (FIL); e (c) Indicar a Empresa sem Conhecimento da Conexão (IND), são significativas, a 10%, para o modelo. Ao final chegou-se a conclusão que a conexão política não é percebida pelas imagens de interações de políticos e empresários, mas pelas informações da mídia em geral, como também, as variáveis que influenciam a manutenção de uma empresa conectada são: percepção da classificação política e a filiação partidária do respondente, e o fato de se ter indicado a empresa para participar do seu portfólio antes.

Palavras-chave: Conexões Políticas; Mercado de Capitais; Teoria Portfólio Comportamental.

Área temática: Contabilidade Financeira.

Método de pesquisa: Experimento

1 INTRODUÇÃO

O Estado sempre foi uma das forças motrizes mais pujantes para o desenvolvimento de um país ou região, o que se mantém até os dias atuais, e sua atuação gera incentivos que podem ser percebidos no crescimento da economia. Em alguns momentos, o Estado precisou atuar em frentes não privatizadas, ou seja, sua atuação não se restringiu aos serviços e áreas que são de sua atuação específica, daí o fato de inúmeros investimentos públicos serem nas chamadas empresas públicas, sociedades de economia mista, e, mesmo nas mais recentes, parcerias público-privadas.

Com o desenvolvimento da economia e a escassez de recursos públicos para investimentos, a busca por parceiros internacionais e mesmo nacionais que financiem essas expansões é grande. Sabe-se que a economia brasileira passa por uma boa fase de crescimento, e, mesmo assim, algumas das mais pujantes empresas brasileiras possuem forte participação do Estado, de forma direta ou indireta, em seu quadro societário. Esse, por sua vez, pode ser um fator motivador e, em igual proporção, desmotivador da atividade econômica, visto que a sua interferência, às vezes, leva as decisões econômicas pelo bem-estar social e não pelo seu cerne, que visa na maioria dos casos, maximizar a riqueza das organizações e, conseqüentemente, de seus proprietários.

O governo também influencia a economia, visto que é responsável pelo controle e/ou provimento de recursos financeiros, através da formulação de políticas públicas, e controla ou é proprietário das organizações. Entretanto, esse controle gera a dependência e o domínio do Estado sobre a atividade econômica como um todo (Camilo, 2011).

Alguns autores asseveram acerca da estrutura de propriedade das firmas e destacam duas dimensões importantes a serem observadas: (a) a concentração da propriedade e a (b) identidade dos acionistas, sendo que tais análises são eminentemente voltadas para o acionista majoritário, uma vez que este detém um poder importante sobre a firma (Brey *et al.*, 2011).

Pode-se, ainda, atribuir valor às organizações a partir de suas conexões políticas, a depender da estrutura de propriedade, logo, se a empresa é estatal ou privada, haverá possibilidades distintas de agregar valor com suas conexões. Verifica-se um maior valor para empresas que apenas têm laços com o governo, não sendo necessariamente integrantes de sua estrutura ou tendo sua participação direta (Wu; Wu; Rui, 2012).

Wu *et al.* (2012) ainda alertam sobre o fato de que, quando o gestor integra a estrutura da organização estatal, a importância que seria a ele atribuído é diluída na propriedade do governo, uma vez que, ele não precisará mais estabelecer a conexão, enquanto que nas organizações privadas que tem na pessoa do um CEO ou proprietário a conexão política e com isso não possam garantir um tratamento favorável às suas firmas por parte do governo, o valor imputado ao gestor conectado é individualizado.

Lazzarini (2011) aponta que, no caso brasileiro, as conexões políticas e o que ele descreve como “capitalismo de laços”, apresentam algumas disfunções e distorções, no entanto, segue, em linhas gerais, o que se manifesta no mundo. Segundo ele, alguns pontos históricos ajudam a entender essa premissa: (a) a interferência governamental ao longo de décadas, estimulando e, em muitos casos, bancando, ou seja, sendo ele mesmo sendo o financiador e executor de algumas frentes de desenvolvimento; (b) o movimento de desestatização e privatização ocorrido na década de 90; e (c) a presença marcante do Estado brasileiro, agora de maneira indireta como acionista/proprietário.

Como exemplo entre os quais pode-se apontar o fato de que em 2009 o então Presidente da República Luiz Inácio não aprovava a estratégia da empresa Vale S/A, privatizada desde 1997, pois a mesma exportava apenas *commodities* e não beneficiava o minério extraído, fato que, segundo ele, geraria mais empregos e desenvolvimento no país. Estas declarações ecoaram na Vale S/A através das empresas que o governo detém participação direta ou indireta, o BNDESPar e a Litel, esta última tendo como acionistas fundos de previdência de estatais, a saber: Previ, Funcef e Petros. Tal atitude resultou num investimento da ordem de 20 bilhões de reais e contemplava a instalação de duas plantas siderúrgicas, uma no Pará e outra no Ceará (Lazzarini, 2011).

A teoria moderna do portfólio versa que os investidores irão buscar diversificar o risco em seus investimentos, esta atitude acontece em decorrência do aspecto racional que eles assumem e como o ativo deve ser precificado e relaciona-se com o retorno esperado daquele investimento (Carmona, 2009).

O processo de seleção de uma carteira de investimento divide-se em duas etapas: (a) Uma inicial voltada à observação e experiência do investidor; e (b) uma segunda que é voltada apenas para o que os analistas acreditam sobre as expectativas futuras de retornos dos ativos. Markowitz (1952) centra suas análises na segunda opção e parte do pressuposto que o investidor fez ou deveria fazer suas análises em função da maximização dos retornos esperados. Toda essa dinâmica entre retorno esperado e variância dos retornos ilustra as relações entre crenças e a escolha do portfólio.

A combinação perfeita entre os aspectos comportamentais, que influenciam os analistas e o retorno das ações, visando a construção de um portfólio foi desenvolvida a partir da Teoria Portfólio Comportamental (BPT) de Shefrin; Statman (2000). Essa teoria se alicerça nos estudos da *SP/A theory* de Lopes, (1987) e *Prospect Theory* de Kahneman and Tversky (1979), sendo que as duas optam por analisar as escolhas sob incerteza. A *Prospect Theory* busca respaldo na literatura abordando o quebra-cabeça de Friedman and Savage's (1948) e a BPT na observação de que as pessoas que compram apólices de seguros, ao tempo que compram também bilhetes de loteria (Shefrin & Statman, 2000).

Diante destes fatos, chega-se a seguinte questão problema: **Estariam os analistas propensos a manterem empresas, na sua carteira de investimentos, que têm conexões políticas explícitas?**

O presente estudo objetiva analisar quão suscetíveis os analistas são a manterem empresas, em sua carteira de investimentos, que têm conexões políticas explícitas. A literatura aponta que tais conexões podem acontecer ou por meio da participação de membros do *board* e conselho administrativo das empresas, por sua estrutura de propriedade ou pela doação a campanhas políticas. Visando atingir o objetivo, executou-se uma pesquisa experimental e analisaram-se os dados através de uma regressão logística, com testes de *Hosmer* e *Lemeshow* e *Count R²* e complementarmente *crostrabs* de dados característicos dos respondentes.

Como hipótese de pesquisa o presente estudo traçou a seguinte:

H1: Os analistas, com base na percepção de sua classificação política e na opção inicial de incluir uma empresa no seu portfólio, são suscetíveis as conexões políticas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Conexões políticas e suas estratégias

O Estado brasileiro se mantém como uma força capaz de mobilizar e promover o desenvolvimento de áreas específicas da economia, por ser difícil o investimento privado ou por questões estratégicas. Essa presença representa, em inúmeros casos, posições de destaque, e, muitas vezes, o modelo de gestão utilizado reveste-se do viés ideológico que impregna as ações governamentais. Verifica-se que, durante a década de 90, o país viveu momentos de estagnação e altas taxas inflacionárias, os quais resultaram na adesão ao movimento mundial que culminou com a privatização de diversas empresas governamentais e a redução de sua participação na economia. No entanto, sabe-se o quanto em alguns casos o governo apenas mudou a forma de participar, dotando de protagonismo outros atores, entre os quais pode-se enumerar: (a) BNDES; (b) fundos de pensões das empresas estatais; e (c) empresas de economia mista.

De outro lado, Brey e Camilo (2012) afirmam que:

Outra forma de estratégia política corporativa é a interferência política na concorrência, ou seja, a influência na proposição, criação de regras e leis que dificultem a exploração de determinados setores, ou a pressão por estabelecimento de barreiras de entrada, como no caso de empresas estrangeiras ou novas competidoras no mercado doméstico.

Algumas organizações que são conectadas ou dispõem de diretores, conselheiros e proprietários conectados, exercem essa influência e isso pode até agregar valor às firmas, ou seja, esse tipo de estratégia política remete à interferência do Estado e seus parceiros na economia como um todo.

No que tange à influência, deve-se ter em mente que, em alguns casos, apenas houve uma mudança da forma de participação do Estado na economia e, mesmo com todo o movimento de reestruturação ocorrido na década de 90, alguns atores apresentam maior centralidade na economia nacional e, assim, influenciando-o como um todo. Tais atores podem exercer opções, colocar a venda posições acionárias e obter até privilégios em função das informações privilegiadas e das conexões políticas de seus gestores ou proprietários (Lanzzarini, 2011).

O movimento de entrada de capital internacional, em alguns casos, revela anomalias e restrições, a exemplo da Telefônica e do Santander, que ficaram restritos e isolados em alguns setores, sem apresentar conexões com outros atores, e outras empresas internacionais ficaram reféns das complexas estruturas piramidais montadas para manter o controle em certas firmas. Tais casos são encontrados em fenômenos semelhantes na Ásia e na Hungria (Lanzzarini, 2011).

Diversos autores se debruçam sobre a temática do tipo da influência para o valor das firmas, a partir de suas conexões políticas e apontam que em alguns casos estas conexões resultam em atribuição de valor para a firma (Wu, 2011; Dinç, 2005; Camilo, 2011).

Em contrapartida aos estudos que afirmam existir relação positiva para as empresas conectadas, outros apresentam como fatores minimizadores dessa relação benéfica os custos da manutenção de tais conexões, a exemplo das evidências encontradas em países asiáticos (Brey & Camilo, 2012; Boubakri; Cosset; Saffar, 2008).

O governo, por ser o acionista majoritário nessas empresas, interfere para que as suas operações sejam alinhadas com as metas sociais e políticas de sua gestão. Tais ações visam o atingimento dos objetivos macros do governo por meio da nomeação de gestores com ligações políticas, como, por exemplo, o bem-estar social em detrimento da maximização do valor da companhia (Wu *et al.*, 2012).

As conexões políticas vêm sendo objeto de estudos por vários autores: (a) sua influência na reestruturação de ativos de grupos econômicos brasileiros (Costa, 2012); (b) sua relação com desempenho, através da governança e dependência de recurso (Camilo, 2011); (c) estrutura de propriedade e dependência de recursos (Brey *et al.*, 2011); (d) propriedade e empresas conectadas em Singapura (Ang & Ding, 2006); (e) as conexões políticas e as firmas privatizadas recentemente na China (Boubakri *et al.*, 2008); (f) controle do governo sobre as firmas privatizadas nos países da OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development*) (Bortolotti & Faccio, 2009); (g) o acesso a financiamentos e doações para financiar campanhas políticas no Brasil (Claessens; Feijen & Laeven, 2008); (h) influência do governo nos bancos de sua propriedade e em países que estão em mercados emergentes (Dinç, 2005); (i) influência da propriedade, mesmo que minoritária, do governo, no valor da firma, na Tailândia (Wu, 2011); (j) propriedade e o valor da empresa, evidências na China (Wu *et al.*, 2012); (l) estrutura de propriedade e desempenho financeiro, de mercado e alavancagem de empresas não financeiras listadas na Bovespa (Brey, 2011).

2.2 Teoria do portfólio e Teoria Portfólio Comportamental (BPT)

Na teoria moderna do portfólio verifica-se a necessidade dos investidores em buscar a diversificação do risco em seus investimentos, esta atitude acontece em decorrência do aspecto racional que eles assumem e como o ativo deve ser precificado e relaciona-se com o retorno esperado daquele investimento. O investidor almeja aproximar-se do risco em detrimento da incerteza, uma vez que, ele será ou não propenso ao risco a partir de seu perfil. Para administrar o risco existem alguns elementos: (a) *Hedging*; (b) Seguro; e (c) Diversificação (Carmona, 2009).

Segundo, Markowitz, (1952) a seleção de uma carteira de investimento é feita seguindo um procedimento dividido em duas etapas principais. Na primeira o investidor analisará as empresas/ativos que irão compor a carteira de investimentos a partir da observação e de sua experiência, na segunda etapa, ele buscará avaliar as expectativas futuras de retorno destes ativos pré-escolhidos. O autor desenvolve seu trabalho focado apenas na segunda etapa, uma vez que pressupõe que o investidor fez ou deveria ter feito tais análises que visam promover a maximização dos retornos esperados. As regras das relações entre crenças e escolha de portfólio de acordo com o retorno esperado e a variância dos retornos, são ilustradas geometricamente no modelo proposto pelo autor (Markowitz, 1952).

Nos seus estudos, Shefrin; Statman (2000) comparam a fronteira eficiente da BPT com a da média-variância de Markowitz, (1952), e encontraram que elas não coincidem, ou seja, as carteiras na fronteira eficiente BPT geralmente não estão na fronteira eficiente da média-variância. O que permeia a decisão de cada um dos grupos é bem diferente, enquanto os investidores de média-variância escolhem suas carteiras considerando a média e variância, os de BPT, utilizam como pilares basilares de sua escolha a riqueza esperada, desejo de segurança e potencial, níveis de aspiração, e as probabilidades de alcançar os níveis de

aspiração. Elas ainda diferem dos que optam pelo CAPM, metaforicamente é o contratos das obrigações do seguro e da aquisição do bilhete da loteria (Shefrin & Statman, 2000).

O BPT possui duas versões: (a) conta mental única (BPTSA) e (b) conta mental múltipla (BPT-MA), como os investidores de média-variância, integram suas carteiras em uma única conta mental; eles fazem isso por considerar covariância. Em contraste a esta premissa os investidores da conta mental múltipla segregam suas carteiras em diversas contas e ignoram a covariância entre elas. Por exemplo, para os investidores BPTMA é possível colocar as ações de empresas estrangeiras em uma conta mental e ações nacionais em outra. Eles podem considerar ações estrangeiras altamente arriscadas porque eles ignoram o efeito que a covariância entre ações de empresas estrangeiras e nacionais exerce sobre o risco da carteira, quando analisada como uma única conta integrada (Shefrin & Statman, 2000).

A MVT, ou seja, Teoria da Média Variância, proposta por Markowitz, (1952), assume que cada investidor tem a função de utilidade de consumo que depende do retorno esperado de sua carteira global e seu desvio padrão. Suas análises são sob o aspecto da fronteira eficiente de média-variância, que cada um escolhe para consumir entre as carteiras eficientes aquela que maximiza sua utilidade, combinando retornos esperados e riscos nas proporções ideais. Eles assumem as subcarteiras ou subcontas metais como forma de segregar os objetivos de cada um dos ativos que escolhem para compor o portfólio (Das *et al.*, 2010).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Descrição geral

A presente pesquisa estruturou-se pelo método indutivo, como estratégia utilizou a semiexperimental, uma vez que, o mesmo grupo respondeu a todas as etapas da pesquisa, e no decorrer desta, eles recebiam novas informações e eram questionados sobre a manutenção de sua decisão. Foram utilizadas as plataformas *on line* do Google Docs® para hospedagem do questionário e a do Youtube® para o vídeo. Os respondentes de todo o país foram convidados a participar, por meio de convites através de redes sociais como Facebook®, Twitter®, como também em blogs especializados e por correio eletrônico, direcionado a professores, estudantes e outros profissionais, das áreas de ciências contábeis, administração, economia e áreas afins, de graduação e pós-graduação.

Na busca por minimizar vieses fez-se as seguintes opções: (a) nivelar os participantes da pesquisa promovendo-se a contextualização dele através de um pequeno texto sobre o papel do analista de investimento, nas questões específicas apresentou a empresa estudada e como seriam as conexões; (b) não foi divulgado o tema da pesquisa; e (c) na construção do vídeo, intercalou-se imagens com legendas dos mais variados políticos de diversos partidos;

O participante foi convidado a responder a primeira parte do questionário, onde se buscou apreender do inquirido o posicionamento político e a caracterização de identidade amostral ao qual estava ligado e já o sendo apresentado a uma questão central do estudo, onde não existe o “gatilho” da conexão. Depois foram apresentadas duas situações, seguidas, vistas no referencial teórico:

Tabela 1: Situações de conexões segundo a literatura, obtida segundo dados da pesquisa 2013

Ord.	Descrição da situação	Base Teórica
1	Relacionando a Empresa Beta ao financiamento de campanhas eleitorais, desde a década de 90, e mais fortemente na campanha de 2010 para presidência da república, onde financiara o partido vencedor e conseguiria contratos novos, que geraram um lucro acima do esperado após o início do governo. Diante destes fatos, analistas políticos, imaginam que provavelmente a empresa Beta será convocada a no próximo ano (2014) a financiar da campanha presidencial do partido.	Claessens <i>et al.</i> , (2008)
2	A empresa Beta teve uma importante parcela de seu capital adquirida por dois fundos de pensões de empresas estatais (propriedade). A consequência desta aquisição é que, como na assembleia que acontecerá no próximo mês, estes dois fundos de pensões estatais irão indicar 50% do Conselho de Administração e a presidência da empresa.	Ang e Ding, 2006

Nossa população foi de 408 (quatrocentos e oito) observações, porém ao analisar variável dependente, relacionada à opção de manter a empresa no portfólio após a descoberta de que ela doa para campanhas eleitorais, verificou-se que 100 (cem) respondentes nem concordam/ nem discordam com ela, sendo assim excluídos na amostra final, restando um total de 308 (trezentos e oito) questionários. Esta amostra é considerada não probabilística, pois, se deu em função da sensibilização para os respondentes participarem da pesquisa, ou seja, por acessibilidade a estes.

3.2 Modelo estatístico

A presente pesquisa utilizou do modelo *Logit* ou de regressão logística, como forma de resolver problemas clássicos, por exemplo, quando o R^2 é baixo. A regressão logística assume algumas características, dentre as quais elenca-se, a capacidade de estimação de probabilidade de ocorrer eventos diante de variáveis agrupadas e explanatórias (Corrar, Paulo & Dias Filho, 2009). A função de distribuição logística do modelo *Logit* (1) descrita por Gujartari (2006, p. 480), apresenta a base do modelo:

$$P_i = E(Y_i = 1 | X_i) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_1 + \beta_2 X_i)}} \quad (1)$$

Como a regressão logística centra seus esforços na descoberta da probabilidade da ocorrência de determinado fato, ela almeja explicar ou prever os valores de uma variável em função de valores conhecidos de outras (Corrar *et al.*, 2009).

Tabela 2: Descrição das Variáveis do Modelo, obtida a partir da pesquisa 2013

Tipo da Variável	Descrição	Sigla
Variável Dependente	Mantenho no meu portfólio a empresa	MAN
Variável Independente	Classificação Política	CLAS
	Filiação Partidária	FIL
	Ajuda do Estado às empresas em dificuldade	AJU
	O Estado como motor da economia	MOT

	Ter indicado a empresa para o portfólio	IND
	Profissão	PROF
Variável <i>DUMMY</i>	Ter assistido ao vídeo com imagens de conexões políticas	DUM_ASS

O modelo *Logit* utilizado na pesquisa é descrito abaixo, na forma de sua equação:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-((C(1)*CLAS + C(2)*FIL + C(3)*AJU + C(4)*MOT + C(5)*IND + C(6)*PROF + C(7)*DUM_ASS + C(8))}} \quad (2)$$

A regressão logística estima seus parâmetros não por mínimos quadrados, como visto na regressão simples ou múltipla, ela utiliza-se da máxima verossimilhança, por não ser um modelo linear. O modelo *Logit*, evidência a probabilidade de um evento ocorrer, sendo apresentados pelo logaritmo da razão da chance. Desta forma, mede-se a variação no *Logit* estimado em relação a probabilidade de variação da variável independente (Gujarati, 2006).

Como forma de avaliar a significância estatística do modelo estimado, utilizou-se dois testes: (a) A estatística *Z*; e (b) *LR statistic* (teste da Razão da Verossimilhança). Através da estatística *Z*, verifica-se a significância de cada parâmetro isolado, já a *LR statistic* analisa o modelo completo.

Nas regressões lineares, o nível de ajustamento do modelo aos dados, é avaliado por meio do R^2 , no entanto, para o modelo *Logit*, não existe um Coeficiente de Determinação, para esta função o modelo nos apresenta indicadores que são semelhantes e pela literatura se conhece por “Pseudos – R Quadrado” (Corrar *et al.*, 2009).

Com vistas à complementação desta avaliação para o caso em tela, opta-se por analisar tal ajustamento por meio dos testes de *Hosmer* e *Lemeshow* e *Count R²*. O teste *Hosmer* e *Lemeshow* baseia-se na categorização do número de observações, objetivando promover a comparação da frequência que era prevista e o que foi realmente observado, tal categorização é feita em 10 (dez) diferente classes com o propósito de analisar de existe diferenças significativas entre o que era previsto pelo modelo e o que aconteceu de fato (Corrar *et al.*, 2009).

Outro teste utilizado foi o de *Count R²*, que objetiva verificar se o modelo obteve sucesso em prever os resultados binários, seu output aponta se a probabilidade prevista de um elemento for maior que 0,5, classifica-o como 1 (um) e se for menor como 0 (zero) e posteriormente calcula um quociente, no qual relaciona as previsões corretas e o número total das observações. Acessoriamente poder-se-ia minimizar o número de classificações incorretas do modelo e apontar as variáveis que auxiliam nesse processo. A fórmula do teste *Count R²* é apresentada na equação (3), conforme Gujarati (2006, p. 488):

$$\text{Count } R^2 = \frac{\text{Número de previsões corretas}}{\text{Número total de observações}} \quad (3)$$

A regressão logística, o teste *Hosmer* e *Lemeshow* e o *Count R²* foram estimados com o auxílio do software estatístico Eviews 3.0®. Já as *crosstabs* da estatística descritiva, foram elaboradas a partir do software estatístico SPSS® versão 15.0 para Windows.

6 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

A apresentação e análise dos dados foram divididas em duas seções, uma compreende apenas as tabelas e *crosstabs* de frequência e a outra a análise do modelo desenvolvido estatística.

6.1 Perfil dos entrevistados

A tabela 3 apresenta o perfil dos respondentes quanto ao tipo (aluno, professor ou outro profissional) e sua área de atuação. Vê-se uma predominância da área contábil, tal fato deve-se a ligação da área e programa contatados dos pesquisadores. Foi adicionalmente solicitado aos respondentes que fossem professores, mas no momento estivessem cursando pós-graduação, optassem por aluno.

Tabela 3: Tipo do respondente e área de atuação, obtida a partir dos dados da pesquisa em 2013.

		Área de atuação					Total
		Administração	Ciências Contábeis	Economia	Áreas afins	Outro	
Tipo do respondente	Aluno	37	104	1	1	14	157
	Professor	26	61	5	3	4	99
	Outro	8	29	2	5	8	52
	Profissional						
Total		71	194	8	9	26	308

Outro ponto basilar do perfil relacionava-se com a percepção de como os inquiridos se classificavam politicamente, para referendar esta medida, questionou-se ainda se eles eram filiados a algum partido político. Como se verifica, na tabela 4, o maior público é apolítico e não filiado.

Tabela 4: Classificação política do respondente e se é ou não filiado a partido político, obtida a partir dos dados da pesquisa em 2013.

		Filiado		Total
		Sim	Não	
Classificação Política	Esquerda	6	38	44
	Centro-Esquerda	5	49	54
	Centro	5	45	50
	Centro-Direita	3	27	30
	Direita	3	42	45
	Apolítico	4	81	85
Total		26	282	308

Verificou-se que em decorrência da postura “politicamente correta”, evidenciada por uma divisão bem equitativa e uma grande opção pelo apolítico nas respostas da Tabela 4,

alguns dos respondentes poderiam responder o questionário de forma viesada, e não declarar a sua real preferência política, daí, buscando minimizar tal efeito, optou-se por questioná-los o que achavam das posturas do Estado relacionado com: (a) o auxílio à empresas em dificuldades financeiras; (b) e a ser o maior motor da economia. As respostas que foram obtidas no item, confirmaram a postura apolítica do grupo de respondentes e que fora verificado no quesito anterior.

Tabela 5: Classificação política do respondente e se é ou não filiado a partido político, obtida a partir dos dados da pesquisa em 2013.

		O Estado deve ajudar empresas em dificuldades financeiras.					Total
		Discordo		Nem discordo/nem concordo		Concordo	
		Fortemente	Discordo	concordo	Concordo	Fortemente	
O maior motor da economia é o Estado	Discordo Fortemente	18	4	5	0	4	31
	Discordo	12	26	9	12	3	62
	Nem discordo/nem concordo	11	30	38	19	6	104
	Concordo	9	27	24	12	7	79
	Concordo Fortemente	5	6	7	4	10	32
Total		55	93	83	47	30	308

6.2 Dados Estatísticos do modelo utilizado

Nesta seção apresenta-se os resultados da regressão logística, estimada no software Eviews, com o output abaixo:

Tabela 6: Output do modelo estatístico de regressão logística, obtida a partir dos dados da pesquisa em 2013.

Dependent Variable: Mantenho no meu portfólio a empresa (MAN)					
Method: ML - Binary Logit					
Sample: 1 308					
Included observations: 308					
Convergence achieved after 4 iterations					
Covariance matrix computed using second derivatives					
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.	
AJUDA DO ESTADO À EMPRESAS (AJU)	-0.106323	0.111706	-0.951815	0.3412	
CLASSIFICAÇÃO POLÍTICA (CLAS)	-0.128156	0.070959	-1.806047	0.0709	
DUMMY TER ASSISTIDO AO VÍDEO (DUM_ASS)	-0.128306	0.448921	-0.285810	0.7750	
FILIAÇÃO PARTIDÁRIA (FIL)	-0.763779	0.442712	-1.725229	0.0845	
INDICAR A EMPRESA SEM CONHECIMENTO DA CONEXÃO (IND)	0.645479	0.139047	4.642158	0.0000	
ESTADO COMO MOTOR DA ECONOMIA (MOT)	0.018724	0.119572	0.156595	0.8756	
RESPONDENTE/PROFISSÃO (PROF)	-0.161706	0.173950	-0.929613	0.3526	
CONSTANTE (C)	-0.390197	1.172679	-0.332740	0.7393	

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Mean dependent var	0.340909	S.D. dependent var	0.474786
S.E. of regression	0.452129	Akaike info criterion	1.229423
Sum squared resid	61.32610	Schwarz criterion	1.326309
Log likelihood	-181.3311	Hannan-Quinn criter.	1.268162
Restr. log likelihood	-197.6241	Avg. log likelihood	-0.588737
LR statistic (7 df)	32.58587	McFadden R-squared	0.082444
Probability(LR stat)	3.16E-05		
Obs with Dep=0	203	Total obs	308
Obs with Dep=1	105		

Apreende-se do teste que o nível de significância do modelo é de 3.16E-05, ou seja, 0,0000316, apresentando-se com isso que pelo menos uma variável não é zero, daí ao analisar-se a 10%, verifica-se que:

Tabela 7: Decisão quanto as variáveis ao nível de significância de 10%, obtidos a partir da pesquisa 2013

Ord	Variáveis	Prob.	Decisão
1	CLASSIFICAÇÃO POLÍTICA (CLAS)	0.0709	Rejeito H0
2	FILIAÇÃO PARTIDÁRIA (FIL)	0.0845	Rejeito H0
3	INDICAR A EMPRESA SEM CONHECIMENTO DA CONEXÃO (IND)	0.0000	Rejeito H0
4	AJUDA DO ESTADO À EMPRESAS (AJU)	0.3412	Não Rejeito H0
5	RESPONDENTE/PROFISSÃO (PROF)	0.3526	Não Rejeito H0
6	ESTADO COMO MOTOR DA ECONOMIA (MOT)	0.8756	Não Rejeito H0
7	DUMMY TER ASSISTIDO AO VÍDEO (DUM_ASS)	0.7750	Não Rejeito H0

Com os dados acima, evidenciados pela Tabela 7, verifica-se que as variáveis: (a) Classificação Política (CLAS); (b) Filiação Partidária (FIL); e (c) Indicar A Empresa Sem Conhecimento Da Conexão (IND), são significativas, a 10%, para o modelo. Enquanto as variáveis: (d) Ajuda do Estado à Empresas (AJU); (e) Respondente/Profissão (PROF); (f) Estado como motor da Economia (MOT); e (g) *Dummy* ter assistido ao vídeo (DUM_ASS) não foram significativas e apontaram para rejeição de H0.

Foi realizado ainda o teste Count R², com base nos seus resultados pode-se afirmar que o modelo acertou 70,45% das previsões, errando apenas 29,55% delas, fato que, referenda o poder explicativo do modelo *Logit*, desenhado para a hipótese de pesquisa.

Tabela 8: Output do teste *Count R*², obtida a partir dos dados da pesquisa em 2013.

Dependent Variable: Mantenho no meu portfólio a empresa (MAN)

Method: ML - Binary Logit

Date: 06/25/13 Time: 17:34

Sample: 1 308

Included observations: 308

Prediction Evaluation (success cutoff C = 0.5)

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)≤C	187	75	262	203	105	308
P(Dep=1)>C	16	30	46	0	0	0
Total	203	105	308	203	105	308
Correct	187	30	217	203	0	203
% Correct	92.12	28.57	70.45	100.00	0.00	65.91
% Incorrect	7.88	71.43	29.55	0.00	100.00	34.09

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Total Gain*	-7.88	28.57	4.55			
Percent Gain**	NA	28.57	13.33			
	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
E(# of Dep=0)	141.21	61.79	203.00	133.80	69.20	203.00
E(# of Dep=1)	61.79	43.21	105.00	69.20	35.80	105.00
Total	203.00	105.00	308.00	203.00	105.00	308.00
Correct	141.21	43.21	184.43	133.80	35.80	169.59
% Correct	69.56	41.16	59.88	65.91	34.09	55.06
% Incorrect	30.44	58.84	40.12	34.09	65.91	44.94
Total Gain*	3.65	7.07	4.82			
Percent Gain**	10.72	10.72	10.72			

*Change in "% Correct" from default (constant probability) specification
**Percent of incorrect (default) prediction corrected by equation

O teste de *Hosmer-Lemeshow* possui uma hipótese nula que pressupõe a não existência de diferença entre os valores previstos e observados, diante deste fato, a 8 graus de liberdade o modelo não rejeita H_0 , pois seu resultado foi $0,05 < 0.1879$. Tal afirmação denota que o modelo desenvolvido é aderente aos dados, como podemos visualizar na tabela abaixo:

Tabela 9: Output do teste Hosmer-Lemeshow

Dependent Variable: Mantenho no meu portfólio a empresa (MAN)
 Method: ML - Binary Logit
 Date: 06/25/13 Time: 17:34
 Sample: 1 308
 Included observations: 308
 Andrews and Hosmer-Lemeshow Goodness-of-Fit Tests
 Grouping based upon predicted risk (randomize ties)

	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	0.0455	0.1442	24	27.0289	6	2.97107	30	3.42735
2	0.1451	0.2028	26	25.6352	5	5.36478	31	0.02999
3	0.2045	0.2570	25	23.9682	6	7.03178	31	0.19581
4	0.2593	0.2975	24	22.3921	7	8.60786	31	0.41578
5	0.2981	0.3289	25	21.3464	6	9.65364	31	2.00816
6	0.3306	0.3750	17	19.4346	13	10.5654	30	0.86597
7	0.3757	0.4268	19	18.6322	12	12.3678	31	0.01820
8	0.4283	0.4614	20	17.2203	11	13.7797	31	1.00942
9	0.4614	0.5534	16	15.4673	15	15.5327	31	0.03662
10	0.5546	0.8146	7	11.8748	24	19.1252	31	3.24374
	Total		203	203.000	105	105.000	308	11.2510
H-L Statistic:	11.2510		Prob[Chi-Sq(8 df)]:				0.1879	
Andrews Statistic:	12.5662		Prob[Chi-Sq(10 df)]:				0.2489	

Fonte: Dados da pesquisa, 2013.

7 CONCLUSÕES

O presente estudo teve como norte, respectivamente, a questão problema e a hipótese de pesquisa:

Estariam os analistas propensos a manterem empresas, na sua carteira de investimentos, que têm conexões políticas explícitas?

H1: Os analistas, com base na percepção de sua classificação política e na opção inicial de incluir uma empresa no seu portfólio, são suscetíveis as conexões políticas.

Num primeiro momento imaginava-se que alguns fatores eram preponderantes e influenciariam a escolha dos analistas, daí, trabalhou-se no instrumento de pesquisa e incluem-se as variáveis: (a) Classificação Política (CLAS); (b) Filiação Partidária (FIL); (c) Indicar A Empresa Sem Conhecimento Da Conexão (IND), (d) Ajuda do Estado às Empresas (AJU); (e) Respondente/Profissão (PROF); (f) Estado como motor da Economia (MOT); e (g) *Dummy* ter assistido ao vídeo (DUM_ASS).

No entanto, o nível de significância utilizado a partir dos resultados da regressão logística aponta que apenas a classificação política, a filiação partidária e o fato de se ter indicado a empresa para participar do portfólio, foram estatisticamente significativas. E com base da teoria da propriedade que corrobora com o fato do respondente ter anteriormente indicado à empresa para compor sua carteira quando não havia informações que denotavam suas conexões políticas.

Chega-se ainda a conclusão de que a conexão política não é percebida pelas imagens de interações de políticos e empresários, mas pelas informações da mídia em geral, uma vez que o fato de ter assistido ao vídeo não influencia o modelo.

Sugestão para próximas pesquisas: Buscar um público que seja do mercado, ou com um conhecimento prévio de finanças/mercado financeiro; Tentar avaliar adicionalmente as empresas por outros dados econômico-financeiros e não apenas pelas informações diretas induzidas.

REFERÊNCIAS

- ANG, James S. & DING, David K. (2006) Government ownership and the performance of government-linked companies: the case of Singapore. **Journal of Multinational Financial Management**, Columbia, v. 16, n. 1, p. 64-88.
- BORTOLOTTI, Bernardo & FACCIO, Mara. (2009) Government control of privatized firms. **The Review of Financial Studies**, Oxford, v. 22, n. 8, p. 2907-2939.
- BOUBAKRI, Narjess; COSSET, Jean-claude & SAFFAR, (2008) Walid. Political connections of newly privatized firms. **Journal of Corporate Finance**, Georgia, v. 14, n. 5, p. 654-673
- BREY, Nathanael Kusch et al. (2011) A estrutura de propriedade das corporações: conexões políticas sob a perspectiva da dependência de recursos. **Revista Ibero-americana de Estratégia – Riaa**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 126-146, set./dez.
- BREY, Nathanael Kusch & CAMILO, Sílvio Parodi Oliveira. (2012) Conexões Políticas em Estruturas de Propriedade: O governo como acionista. In: EnANPAD, 36., 2012, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD
- CAMILO, Silvio P. O. **Conexões políticas e desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa: análise sob a ótica da governança e da dependência de recursos**. 2011. 223 f. Tese (Doutorado em Administração e Turismo) – Univali, Biguaçu-SC, 2011.
- CARMONA, Charles Ulises de Montreuil. (2009) **Finanças Corporativas e Mercados**. São Paulo: Atlas.

CLAESSENS, Stijn; FEIJEN, Erik; & LAEVEN, Luc. (2008) Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions. **Journal of Financial Economics**, New York, v. 88, n. 3, p. 554-580.

CORRAR, L.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. (2009) **Análise Multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. São Paulo: Atlas.

COSTA, Maick William Oliveira. (2012) **A influência da conexão política na reestruturação de ativos dos grupos econômicos no Brasil**. 2012. 75 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – EAESP, FGV, São Paulo-SP.

Das, S., Markowitz, H., Scheid, J., Statman, M., (2010) Portfolio optimization with mental accounts. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. 45 (2), p. 311–334.

DINÇ, I. Serdar. (2005) Politicians and banks: political influences on government-owned banks in emerging markets. **Journal of Financial Economics**, New York, v. 77, n. 2, p. 453-479.

GUJARATI, D. (2006) **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campos.

LAZZARINI, Sérgio G. (2011) **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. 4. reimp. Rio de Janeiro: Elsevier.

MARKOWITZ, Harry. (1952) Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, Vol. 7, No. 1. pp. 77-91.

SHEFRIN, H., STATMAN, M. (2000) Behavioral portfolio theory. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. 35 (2), 127–151.

WU, Hsueh-liang. (2011) Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects. **Journal of Business Research**, Boston, v. 64, n. 8, p. 839-845.

WU, Wenfeng; WU, Chongfeng; RUI, Oliver M. (2012) Ownership and the value of political connections: evidence from China. **European Financial Management**, v. 18, n. 4, p. 695-729.