

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

IGOR DOS REIS MATEUS

CONEXÕES POLÍTICAS: VÍNCULOS GOVERNAMENTAIS E SUA LIGAÇÃO COM
SUPERINVESTIMENTO E SUBINVESTIMENTO NAS COMPANHIAS BRASILEIRAS

CURITIBA

2026

IGOR DOS REIS MATEUS

CONEXÕES POLÍTICAS: VÍNCULOS GOVERNAMENTAIS E SUA LIGAÇÃO COM
SUPERINVESTIMENTO E SUBINVESTIMENTO NAS COMPANHIAS BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Contabilidade.
Área de Concentração: Contabilidade Financeira e Finanças

Orientador: Prof. Dr. Vagner Alves Arantes

CURITIBA

2026

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Mateus, Igor dos Reis

Conexões políticas: vínculos governamentais e sua ligação com superinvestimento e subinvestimento nas companhias brasileiras / Igor dos Reis Mateus. – Curitiba, 2026.

1 recurso on-line : PDF.

Mestrado (Dissertação) - Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Vagner Alves Arantes.

1. Contabilidade. 2. Investimentos. I. Arantes, Vagner Alves. II. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.

Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB-9/1921

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **IGOR DOS REIS MATEUS**, intitulada: **CONEXÕES POLÍTICAS: VÍNCULOS GOVERNAMENTAIS E SUA LIGAÇÃO COM SUPERINVESTIMENTO E SUBINVESTIMENTO NAS COMPANHIAS BRASILEIRAS**, sob orientação do Prof. Dr. VAGNER ALVES ARANTES, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 25 de Fevereiro de 2026.

Assinatura Eletrônica

26/02/2026 14:00:04.0

VAGNER ALVES ARANTES

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

27/02/2026 04:56:34.0

JOYCE MENEZES DA FONSECA TONIN

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ)

Assinatura Eletrônica

25/02/2026 17:18:13.0

RODRIGO OLIVEIRA SOARES

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

DEDICATÓRIA

A Deus, que me protegeu, aos meus pais, Marlene e Belchior que me ensinaram, à minha irmã Simone, que me impulsionou, à minha Madrinha, Maria (*in memoriam*), que me ensinou a ver a graça na vida e aos meus amigos Marcos e Matheus, que caminharam comigo.

AGRADECIMENTO

Foram dois anos de evolução, superação e resiliência. Dedico esta conquista a Deus, que ouviu todas as minhas orações, e a Nossa Senhora Aparecida, que intercedeu por mim. À minha família, que, mesmo de longe, sempre foi o alicerce sobre o qual pude construir esta trajetória com confiança.

À minha mãe, Marlene Francisca de Jesus Mateus, e ao meu pai, Belchior dos Reis Mateus, que dedicaram suas vidas a mim e sempre foram fonte de conforto, segurança e casa. Obrigado pela coragem que tiveram e por terem proporcionado as condições para que eu pudesse trilhar meu caminho com conforto.

À minha irmã, Simone, que me ensinou o valor do capricho e da dedicação irrefreável em qualquer situação, aos meus afilhados, João Gabriel, Vinicius e Enrico, que me trouxeram alegria, barulho e orgulho, e ao meu cunhado, Roger, cuja bondade tornou minhas viagens mais leves.

Ao meu estado, Minas Gerais, que trouxe calor e saudade ao meu coração e continua ressoando em minha fala, mesmo em terras distantes. E aos meus amigos, irmãos e sócios, Marcos Secolo e Matheus Marques, por tornarem a caminhada mais leve e descontraída.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Vagner Alves Arantes, por pavimentar caminhos, acreditar em meu potencial e me ajudar a superar minhas limitações. Foi um agente transformador, respeitou meu processo de aprendizado e, quando necessário, apresentou soluções para problemas que pareciam intransponíveis.

À NGR Consultoria em Gestão, minha antiga casa, e aos seus gestores, Nivaldo e Ariel, pelos ensinamentos fundamentais. A Nivaldo, que me ensinou sobre compromisso, responsabilidade, pessoas e sobre como transformar a palavra “problema” em oportunidade. E a Ariel, que complementou essa formação com ensinamentos sobre criatividade, gestão, paixão pelos números e a capacidade de encontrar Deus no cotidiano. Sem a base que me deram, este trabalho não teria sido escrito.

Aos membros da banca examinadora, pela disponibilidade e contribuições, e a todos que, de alguma forma, participaram desta trajetória.

À Universidade Federal do Paraná, ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e à CAPES, pelo suporte financeiro que possibilitou esta jornada acadêmica.

RESUMO

Este estudo investiga como as conexões políticas se relacionam com o investimento e com a eficiência alocativa dos investimentos de empresas listadas na B3. À luz da Teoria da Dependência de Recursos, argumenta-se que vínculos políticos podem ampliar a capacidade de investir ao facilitar acesso a recursos e informação, mas também reduzir a disciplina de mercado, potencialmente gerando distorções. Utilizando dados em painel e modelos com efeitos fixos e GMM-sistêmico para mitigar endogeneidade, a eficiência do investimento é mensurada pelos resíduos do investimento esperado (Richardson, 2006) e, em robustez, por especificação alternativa (Biddle et al., 2009), com decomposição em sub e superinvestimento. Os resultados indicam que medidas intensivas de conexões políticas, captadas pela quantidade e proporção dos membros conectados ao governo pelo conselho de administração e diretorias executivas, associam-se a maior CAPEX, enquanto a proxy binária não se mostra robusta. Para a ineficiência total, não há evidência consistente de efeito líquido, mas a decomposição revela associação mais forte entre conexões políticas e maior probabilidade de superinvestimento, sugerindo custo alocativo do acesso privilegiado.

Palavras-chave: Conexões políticas; Investimento corporativo; Eficiência do investimento; Superinvestimento;

ABSTRACT

This study examines how political connections relate to corporate investment and the allocative efficiency of investment among firms listed on B3. Drawing on Resource Dependence Theory, it argues that political ties may expand firms' investment capacity by facilitating access to resources and information, while also weakening market discipline and potentially generating distortions. Using panel data and fixed-effects and system-GMM models to mitigate endogeneity, investment efficiency is measured through the residuals from expected investment (Richardson, 2006) and, for robustness, an alternative specification (Biddle et al., 2009), with a decomposition into under and overinvestment. The results indicate that intensive measures of political connections, captured by the number and proportion of board members and top executives connected to the government, are associated with higher CAPEX, whereas the binary proxy is not robust. For overall inefficiency, there is no consistent evidence of a net effect, but the decomposition reveals a stronger association between political connections and a higher likelihood of overinvestment, suggesting an allocative cost of privileged access.

Keywords: Political connections; Corporate investment; Investment efficiency; Overinvestment.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Critérios para seleção da amostra do estudo	30
Tabela 2 – Variáveis Eficiência dos Investimentos.....	33
Tabela 3 – Variáveis do Estudo	36
Tabela 4 - Resultados da regressão para a construção da <i>proxy</i> de ineficiência	40
Tabela 5 – Estatística descritiva conexões políticas.....	41
Tabela 6 – Estatística descritiva	45
Tabela 7 – Resultados da regressão de dados em painel e efeitos fixos.....	46
Tabela 8 – Estimativas pelo método GMM-Sistêmico.....	48
Tabela 9 – Efeitos das Conexões Políticas na Ineficiência dos Investimentos	50
Tabela 10 - Conexões Políticas e Ineficiência do Investimento GMM-Sistêmico.....	51
Tabela 11 - Conexões Políticas e Probabilidade de Sub e Superinvestimento.....	54

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução das conexões políticas no Brasil.....	42
--	----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	12
1.2 OBJETIVOS	15
1.2.1 Objetivo geral	15
1.2.2 Objetivos específicos	15
1.3 JUSTIFICATIVA	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1 TEORIA DA DEPENDÊNCIA DE RECURSOS	18
2.2 CONEXÕES POLÍTICAS	20
2.3 EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS	23
2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	25
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	29
3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA	29
3.2 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA	29
3.3 VARIÁVEIS DO ESTUDO	30
3.3.3 Variável dependente	31
3.3.4 Variável independente	33
3.3.5 Variáveis de controle	34
3.4 PROCEDIMENTOS ECONÔMICOS	37
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	39
4.1 ELABORAÇÃO DA <i>PROXY</i> DE INEFICIÊNCIA DE INVESTIMENTOS	39
4.2 ANÁLISE DESCRITIVA DA VARIÁVEL DE CONEXÕES POLÍTICAS	41
4.3 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	44
4.4 ESTATÍSTICAS INFERENCIAIS	46
4.4.1 Efeito das conexões políticas nos investimentos	46
4.4.2 Efeito das conexões políticas na eficiência dos investimentos	49
4.4.3 Efeito das conexões políticas no sub e superinvestimento	53
4.5 DISCUSSÕES DOS RESULTADOS	57
5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS	59
REFERÊNCIAS	61

1 INTRODUÇÃO

Esta seção aborda o contexto da pesquisa, delimita a questão central e expõe os objetivos do estudo. Na sequência, justifica-se a relevância e a originalidade do tema, finalizando com a descrição da estrutura da dissertação.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

A complexa relação entre empresas e o setor público, marcada por laços institucionais e relacionamentos estratégicos, tem motivado o desenvolvimento de diferentes abordagens para mensurar a intensidade e os efeitos dessas interações sobre o comportamento corporativo (Faccio, 2006; Goldman et al., 2009; Harianto et al., 2025). A literatura reconhece que tais conexões representam um fator determinante nas decisões de investimento das firmas, influenciando tanto o acesso a recursos quanto o nível de eficiência na alocação de capital (Duchin & Sosyura, 2012; Pan & Tian, 2020; Shaheen et al., 2024). Essas relações, conhecidas como Conexões Políticas (CP), podem assumir diferentes formas, como a nomeação de ex-políticos para cargos em conselhos de administração ou diretorias executivas das empresas (Faccio, 2006; Wei et al., 2023), pelas contribuições financeiras das empresas ou de seus representantes para campanhas eleitorais de partidos ou candidatos a cargos políticos (Claessens et al., 2008; Pinheiro 2016); investimentos em *lobbying* (Fisch, 2005; Wei et al., 2023); ou por meio de redes familiares ou ciclos sociais (Kung & Ma, 2018; Hassan et al., 2023). Estudos apontam que tais vínculos tendem a se intensificar em países emergentes como o Brasil, em que fragilidades institucionais e elevados níveis de corrupção favorecem a consolidação de sistemas de capitalismo de compadrio, historicamente enraizados em suas estruturas socioeconômicas (Lazzarini, 2011; Khatri, 2016; Zhang et al., 2024).

A literatura evidencia um caráter ambivalente dessas conexões para as empresas. Por um lado, são vistas como fonte de vantagens estratégicas (Fisch, 2005; Chen et al., 2017; Wei et al., 2023) e, por outro, como mecanismos potenciais de distorção e oportunismo (Duchin & Sosyura, 2012; Dicko, 2017; Ling et al., 2016). Sob a primeira perspectiva, as CP podem ser vistas como uma estratégia de mitigação de riscos e de acesso a recursos críticos. Nesta direção, as firmas politicamente conectadas conseguem superar restrições financeiras (Zhang et al., 2024), captar crédito subsidiado (Mo & Jiang, 2020) e garantir contratos públicos que lhes permitem sustentar investimentos mesmo em contextos de crise ou instabilidade institucional (Pan & Tian, 2020; Li et al., 2021; Yin et al., 2024).

Essa lógica é compatível com a Teoria da Dependência de Recursos (TDR), segundo a qual as firmas estabelecem alianças estratégicas com atores externos, como o governo, para reduzir incertezas do ambiente e assegurar sua sobrevivência (Pfeffer & Salancik, 2003). Nesse processo, buscam garantir recursos críticos e obter proteção frente às contingências ambientais, como instabilidade econômica, mudanças regulatórias e incerteza política (Pfeffer & Salancik, 2003; Hillman et al., 2009). Nessa visão, as conexões políticas desempenham um papel funcional ao estabilizar o fluxo de recursos e ao estimular investimentos uma vez que são menos dependentes do crédito privado e do ciclo econômico (Yin et al., 2024).

Por outro lado, o mesmo mecanismo que amplia o acesso a recursos pode também gerar distorções significativas. A disponibilidade de capital e o tratamento preferencial reduzem a disciplina imposta pelo mercado e criam incentivos para que os gestores aceitem projetos de baixo retorno ou alocação ineficiente de recursos (Mo & Jiang, 2020; Zhang et al., 2024; Karami et al., 2024). Nesse sentido, as conexões políticas podem se transformar em um canal de *rent-seeking* (Krueger, 1974), no qual empresas dedicam esforços à manutenção de privilégios em vez de perseguirem ganhos produtivos. O resultado é o comprometimento da eficiência dos investimentos na medida em que o acesso facilitado a recursos pode se converter em má alocação e desperdício (Mo & Jiang, 2020; Zhang et al., 2024; Harianto et al., 2025).

A eficiência, neste contexto, refere-se à capacidade da firma em investir na medida ótima, ou seja, aplicar recursos apenas em projetos de valor presente líquido (VPL) positivo, evitando tanto a escassez quanto a alocação excessiva de capital (Richardson, 2006; Biddle et al., 2009). O desvio desse ponto ótimo pode ocorrer em duas direções, sendo o superinvestimento, quando empresas direcionam recursos para projetos de baixa rentabilidade, com VPL negativo, frequentemente associados ao excesso de liquidez, incentivos políticos ou oportunismo gerencial (Jensen & Meckling, 1976; Richardson, 2006; Pellicani & Kalatzis, 2019; Yu et al., 2020); e o subinvestimento, quando as oportunidades economicamente viáveis deixam de ser exploradas devido às restrições financeiras, desalinhamento de incentivos ou priorização de interesses não econômicos (Myers & Majluf, 1984; Biddle et al., 2009; Zhang et al., 2024). Assim, em ambientes de forte influência política, as decisões de investimento podem deixar de refletir os critérios econômicos racionais e passar a incorporar lógicas de reciprocidade, favoritismo ou busca por legitimidade institucional, resultando em perdas de eficiência e em uma alocação subótima de recursos (Duchin & Sosyura, 2012; Bertrand et al., 2018; Karami et al., 2024).

Os estudos que exploram esse dilema entre os benefícios potenciais, como redução do subinvestimento e o riscos inerentes, como o superinvestimento, encontram resultados

conflitantes na literatura internacional. Há evidências de que as conexões políticas ampliam a ineficiência dos investimentos, estimulando o superinvestimento em função do acesso facilitado a recursos (Mo & Jiang, 2020) e do enfraquecimento da disciplina de mercado (Zhang et al., 2024). Por outro lado, alguns estudos não identificaram relação significativa entre CP e eficiência de investimentos (Chen et al., 2011; Al 'Alam & Firmansyah, 2019). Ainda em contraste, pesquisas demonstram que em mercados menos desenvolvidos, as CP podem atuar como uma ponte para o acesso a recursos externos, reduzindo o subinvestimento e viabilizando projetos que, de outra forma, não seriam executados (Zhang et al., 2024). Em síntese, os efeitos das CP sobre os investimentos corporativos não são uniformes, sugerindo que dependem da qualidade institucional e do ambiente político em que as firmas estão inseridas (Yin et al., 2024).

O estudo de Zhang et al. (2024) evidencia que o nível de desenvolvimento de mercado é um elemento decisivo para compreender os efeitos das conexões políticas. Em economias mais desenvolvidas, marcadas por estabilidade institucional, transparência e alta eficiência de mercado, as conexões políticas tendem a exercer influência limitada sobre as decisões de investimento, dada a menor dependência das firmas em relação aos governos. Em contrapartida, em ambientes institucionais frágeis, onde o crédito é escasso e o Estado desempenha o papel mais importante na alocação de recursos, essas conexões tornam-se determinantes do comportamento corporativo, afetando de maneira mais direta a eficiência dos investimentos e ampliando o risco de distorções alocativas, isto é, a destinação de capital a projetos menos produtivos por influência política (Pan & Tian 2020; Yin et al., 2024; Zhang et al., 2024).

No caso brasileiro, essa discussão adquire especial relevância diante das características institucionais do país, marcadas pela forte presença de relações entre o setor privado e o poder público (Lazzarini, 2011). O Brasil ocupa a 23ª posição no *ranking* global de capitalismo de compadrio elaborado pela *The Economist* (2023), que avalia a proporção da riqueza de bilionários provenientes de setores dependentes de favores estatais, como energia, infraestrutura, bancos e recursos naturais. Economias como Rússia, Malásia e Índia figuram entre as mais expostas, ao passo que Estados Unidos e Reino Unido concentram maior proporção de riqueza em setores mais competitivos. Esse quadro sugere que, no contexto nacional, o êxito empresarial nem sempre decorre da eficiência empresarial ou da qualidade das decisões de investimento, mas também do estabelecimento de relações próximas com agentes políticos e reguladores (Kung & Ma, 2018).

Nesse cenário, torna-se pertinente investigar em que medida as conexões políticas influenciam a eficiência dos investimentos empresariais, revelando potenciais desvios na

alocação de capital decorrentes do entrelaçamento entre poder econômico e poder político. Diante desse contexto, o presente estudo busca responder à seguinte questão: **Quais são os efeitos das conexões políticas sobre a eficiência dos investimentos das empresas listadas na B3?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo geral dessa dissertação é analisar os efeitos das conexões políticas sobre a eficiência dos investimentos das empresas listadas na B3.

1.2.2 Objetivos específicos

A partir do objetivo geral apresentado, são estabelecidos os seguintes objetivos específicos para esta pesquisa:

- a) Identificar as empresas conectadas politicamente, por meio do *background* político dos gestores;
- b) Analisar a associação entre conexões políticas e investimentos empresariais.
- c) Identificar a eficiência dos investimentos realizados pelas empresas listadas na B3;
- d) Analisar a associação entre conexões políticas e eficiência dos investimentos.

1.3 JUSTIFICATIVA

A literatura tem avançado na análise dos efeitos das conexões políticas sobre variáveis financeiras, revelando impactos no acesso ao crédito (Claessens et al., 2008; Mo & Jiang, 2020), no desempenho corporativo (Arantes et al., 2023; Hassan et al., 2023) e na governança corporativa (Fan et al., 2007; Dicko, 2017; Bertrand et al., 2018). Parte dos estudos sobre conexões políticas concentra-se em economias desenvolvidas (Dicko, 2017; Bussolo et al., 2022; Carboni et al., 2023; Kim & Harjoto, 2024) ou em países asiáticos, notadamente China e Indonésia (Yu et al., 2020; Zhou et al., 2023; Zhang et al., 2024; Al 'Alam & Firmansyah, 2019; Harianto et al., 2025), persistindo uma lacuna significativa quanto aos efeitos dessas conexões

em economias emergentes. Embora existam trabalhos sobre o Brasil, o foco predominante recai sobre o desempenho operacional ou o valor de mercado das firmas (Claessens et al., 2008; Pinheiro et al., 2016; Guimarães & Silva, 2020; Arantes et al., 2023).

O ambiente brasileiro apresenta características que tornam esse debate especialmente relevante. Em primeiro lugar, o Fundo Monetário Internacional (FMI) estima o Produto Interno Bruto (PIB) nominal do Brasil em aproximadamente US\$ 2,13 trilhões em 2025, valor que o coloca entre as dez maiores economias do mundo (IMF, 2025). Segundo, trata-se de um país marcado por instabilidade institucional e macroeconômica (Lazzarini, 2011, Ferreira et al., 2019), o que amplia a importância das conexões políticas como mecanismo de acesso a recursos e de proteção contra incertezas (Yin et al., 2024). Em terceiro lugar, estudos como o de Arantes et al. (2023) mostram que o uso das conexões políticas tem se intensificado, reforçando seu papel como variável central na dinâmica empresarial brasileira. Por fim, a proibição de doações eleitorais por pessoas jurídicas (Brasil, 2015) reconfigurou os canais tradicionais de influência, levando as firmas a explorarem cada vez mais redes pessoais, familiares e institucionais como forma de manter proximidade com o poder político.

A literatura sobre eficiência de investimentos (Richardson, 2006; Biddle et al., 2009) aponta que desvios da alocação ótima podem ocorrer tanto por superinvestimento quanto por subinvestimento, cada qual associado a perdas relevantes de valor para acionistas e sociedade (Bertrand et al., 2018; Ling et al., 2016). A relação entre as conexões políticas e a eficiência de investimentos, entretanto, permanece ambígua, pois enquanto alguns autores sugerem que vínculos políticos reduzem restrições financeiras e favorecem investimentos em projetos estratégicos (Tsai et al., 2019; Li et al., 2021), outros indicam que eles podem incentivar escolhas oportunistas, privilegiando objetivos de manutenção de poder e reciprocidade em detrimento da criação de valor (Karami et al., 2024).

Ademais, enquanto alguns estudos encontraram relação positiva entre conexões políticas e ineficiência de investimentos (Mo & Jiang, 2020; Harianto et al., 2025; Zhang et al., 2024), outros não encontraram significância que comprove essa relação (Chen et al. 2011; Al 'Alam & Firmansyah, 2019), sugerindo funções e propósitos distintos para tais laços. Essa divergência de achados nos estudos internacionais reforça a necessidade de uma investigação empírica no contexto brasileiro, onde até a extensão da revisão de literatura dessa pesquisa não foram encontrados estudos que analisaram diretamente essa relação no Brasil. Assim, os resultados serão capazes de identificar se as conexões funcionam como mecanismo de mitigação de riscos ou como fator de distorção alocativa.

Do ponto de vista empírico, este estudo complementa a base de dados desenvolvida por Arantes et al. (2023) que analisou as redes políticas estabelecidas pelo *background* político dos membros do conselho de administração e das diretorias executivas entre 2010 e 2017. Para tanto, a presente pesquisa estende esta análise entre 2018 a 2023 de forma a complementar a base e reproduzir a classificação de conexões políticas proposta por Faccio (2006) e aplicada ao contexto brasileiro por Arantes et al. (2023). Além disso, o estudo irá utilizar o modelo de Richardson (2006) e de Biddle et al. (2009) como base para a mensuração de super e subinvestimento.

A contribuição do presente estudo é dupla. No campo teórico, avança ao integrar a literatura de conexões políticas e a de eficiência de investimentos, possibilitando compreender de forma mais precisa os efeitos indiretos das relações entre empresas e governo sobre a qualidade das decisões de alocação de capital, em um ambiente emergente marcado por fragilidades institucionais e histórico de apadrinhamento político.

Por fim, a relevância prática desta dissertação reside em oferecer subsídios para diferentes agentes. Para formuladores de políticas públicas, os resultados podem indicar em que medida as conexões políticas afetam a alocação de recursos pelas empresas e, conseqüentemente, a competitividade do país. Para reguladores e órgãos de controle, os achados podem sinalizar a necessidade de maior transparência nas relações entre setor privado e poder público. Para investidores e acionistas, compreender o efeito dessas conexões permite avaliar se a proximidade política constitui uma vantagem estratégica legítima ou um risco de alocação ineficiente de recursos.

Dessa forma, a presente pesquisa justifica-se por preencher uma lacuna na literatura nacional e internacional, ao investigar empiricamente como as conexões políticas afetam a eficiência de investimentos em um ambiente emergente, como o Brasil, contribuindo para o debate acadêmico, regulatório e de mercado sobre os efeitos do entrelaçamento entre poder econômico e político.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção estrutura o referencial teórico da pesquisa a partir dos principais fundamentos necessários para análise do tema. Primeiramente, apresenta-se a Teoria da Dependência de Recursos, seguida pela discussão das conexões políticas e seus efeitos para as organizações. Em seguida, aborda-se a eficiência dos investimentos, explorando conceitos, métricas e implicações práticas. Por fim, são detalhadas as hipóteses de pesquisa, fundamentadas nos aportes teóricos e evidências empíricas discutidas nos tópicos anteriores.

2.1 TEORIA DA DEPENDÊNCIA DE RECURSOS

A Teoria da Dependência de Recursos (TDR) propõe que nenhuma organização é autossuficiente mantendo algum grau de dependência de recursos que estão sob o controle de outros agentes ou organizações, estabelecendo, desse modo, uma teia complexa de relações de poder, cooperação e competição (Pfeffer & Salancik, 2003). No entanto, essa dependência pode tornar as organizações vulneráveis às mudanças e às forças do ambiente (Hillman et al., 2009).

Segundo Pfeffer e Salancik (2003), o ambiente é fonte de incerteza e restrição o que força as organizações a buscarem mecanismos de adaptação e negociação para obter insumos essenciais à sua sobrevivência, o que os autores definem como recursos. Estes insumos podem ser representados por recursos financeiros, legitimidade institucional, informações e tecnologia que são transacionados entre os agentes envolvidos nas relações de troca. A dependência surge, assim, da importância de determinado recurso para o funcionamento da organização e do grau de concentração do controle desse recurso em poucos agentes externos. Quanto mais vital e menos disponível for o recurso, maior será o poder daquele que o controla e maior a vulnerabilidade da organização dependente (Hillman et al., 2009).

Para lidar com essa vulnerabilidade, as organizações, em especial as empresas, buscam estratégias para reduzir essa dependência e aumentar seu poder no ambiente externo. Isso pode ser feito por meio de alianças estratégicas, diversificação de fontes de recursos ou influência política (Hillman et al., 2009). Essas estratégias são cruciais para aumentar o controle das empresas sobre os recursos dos quais dependem e, assim, tentar reduzir sua vulnerabilidade em tempos de instabilidade (Hillman et al., 2009). Sob essa perspectiva, os recursos não se limitam a capital financeiro, mas incluem informações privilegiadas, acesso a contratos públicos, subsídios, licenças e regulações favoráveis elementos que, em grande parte, são negociados

com o Estado e determinam a capacidade das firmas de sustentar suas operações e estratégias competitivas (Pfeffer & Salancik, 2003; Hillman, 2009).

Sendo o governo um importante ator no ambiente externo, o sistema político exerce uma influência significativa sobre a forma como as empresas interagem nesse contexto (Pfeffer & Salancik, 2003). Diferentes autores argumentam que as conexões políticas podem ser uma maneira eficaz de reduzir a incerteza e diminuir a dependência de recursos críticos (Wellman, 2017; Cui et al., 2018; Wei et al., 2023). Essas conexões, muitas vezes estabelecidas por meio de nomeações para conselhos administrativos, atividades de *lobby* ou doação para campanhas, permitem que as empresas acessem recursos exclusivos e influenciem decisões regulatórias que podem ser vantajosas para suas operações (Faccio, 2006).

No contexto dos países emergentes, como o Brasil, a TDR mostra-se especialmente relevante, dadas as características de instabilidade institucional, elevada interferência do Estado na economia e frequência de choques macroeconômicos (Lazzarini, 2011; Camilo et al., 2012). O ambiente brasileiro, caracterizado por instabilidade, complexidade regulatória e concentração de recursos estratégicos pode induzir as empresas a adotarem estratégias para controlarem a dependência de recursos, com destaque para o estabelecimento de conexões políticas (Lazzarini, 2011). As relações com agentes públicos, conselheiros com histórico político e alianças com estatais são frequentemente analisadas pela ótica da TDR como mecanismos para acesso a crédito subsidiado, proteção regulatória e obtenção de contratos governamentais (Arantes et al., 2023; Hassan et al., 2023; Wei et al., 2023; Zhang et al., 2024). Neste escopo, o movimento de ex-funcionários públicos para o setor privado, transfere capital humano e social valioso, reforçando a posição estratégica das empresas que os absorvem (Lester et al., 2008).

Neste aspecto, estudos empíricos mostram que, diante da instabilidade ambiental, as empresas tendem a reforçar seus vínculos com o setor público ou com atores centrais em cadeias de suprimento o que pode ocasionar impactos relevantes no desempenho financeiro e no valor de mercado destas entidades (Camilo, 2012; Wellman, 2017; Arantes et al., 2023). Assim, esse recurso, os atores políticos presentes em ambientes de gestão empresarial, permite que as empresas se adaptem às mudanças no ambiente externo, reforcem sua posição estratégica e/ou reduzam os riscos associados à dependência de recursos (Wellman, 2017; Pfeffer & Salancik, 2003).

Desta forma, a TDR oferece um quadro explicativo para compreender como as empresas interagem em ambientes instáveis para adaptarem-se e, ao mesmo tempo, influenciar atores que controlam recursos essenciais. Diversos estudos têm aplicado essa lente teórica ao fenômeno das conexões políticas, evidenciando que tais vínculos funcionam como mecanismos

de acesso a recursos críticos controlados pelo Estado (Arantes et al., 2023; Hassan et al., 2023; Zhang et al., 2024). Suas aplicações no Brasil ajudam a decifrar o papel estratégico das conexões políticas, alianças empresariais e redes interorganizacionais, além de lançar luz sobre os desafios e riscos dessas estratégias em economias emergentes.

2.2 CONEXÕES POLÍTICAS

As conexões políticas (CP) são relações estratégicas estabelecidas entre empresas e as diferentes esferas dos governos em que ambos os lados buscam atender a interesses específicos. Enquanto o principal objetivo das empresas é obter vantagens econômicas, financeiras e institucionais, o lado político tende a buscar suporte financeiro para campanhas eleitorais e fortalecimento da sua posição no governo (Hillman et al., 2004; Faccio, 2006; Khatri, 2016).

Segundo Arantes et al. (2023), essas relações podem ser materializadas por relações formais e informais. Entre as relações formais, os autores apontam para a participação de ex-políticos em conselhos de administração e nas diretorias executivos nas empresas (Faccio, 2006; Arantes et al., 2023; Wei et al., 2023); pelas doações financeiras às campanhas eleitorais de candidatos e partidos políticos (Claessens et al., 2008); e por meio dos investimentos em *lobbying* (Fisch, 2005; Wei et al., 2023). Na perspectiva informal, as redes políticas são formadas por relações familiares (Hassan et al., 2023), ou por meio de interações em grupos de interesses, como círculos sociais ou de amizade (Kung & Ma, 2018).

A literatura identifica diversas formas de estabelecer e mensurar essas conexões políticas. O *background* político dos gestores, destacado por Faccio (2006), propõe uma identificação direta baseada na presença de ex-atores políticos ou ex-políticos assumem posições de liderança nas empresas, envolvendo a nomeação destes agentes para o conselho de administração e/ou diretorias executivas. Esses gestores podem atuar como interlocutores, acessando o governo, moldando decisões empresariais à demanda governamental e antecipando ações políticas ao transacionar informações com atores que ainda atuam nas diferentes esferas governamentais (Lester et al., 2008; Wei et al., 2023).

Outra forma de mensuração é representada pelas doações financeiras das empresas às campanhas eleitorais de candidatos a diferentes cargos políticos (Claessens et al., 2008; Pinheiro et al., 2016). Esta abordagem oferece uma métrica mais quantitativa como uma *proxy* indireta das conexões políticas ao captar o montante doado, por determinada empresa ou representantes de empresas, a partidos ou candidatos políticos.

Outras métricas para conexões políticas são apresentadas por Kung e Ma (2018) e Hassan et al. (2023) que introduzem uma abordagem mais ampla, destacando redes familiares e sociais informais que capturam conexões indiretas, mas igualmente influentes. Outra forma é participação governamental na propriedade, o governo ou entidades a ele ligadas, como o BNDES e fundos de pensão estatais, podendo ser acionistas em empresas, atuando como conectores e influenciando decisões estratégicas (Lazzarini, 2011; Kuzman et al., 2018; Guimarães & Silva, 2020). Além disso, apesar de não ser normatizado essa prática em alguns países como no Brasil, o investimento em *lobbying* permite às empresas apresentarem seus pontos de vista diretamente aos tomadores de decisão (Fisch, 2005; Wei et al., 2023).

A escolha entre uma ou outra abordagem revela não apenas diferentes formas de construir o capital político, mas também a estratégia deliberada das firmas diante do contexto institucional e do grau de dependência do Estado (Wei et al., 2023; Fisch, 2005). O caso da FedEx exemplifica como as organizações não se limitam a apenas uma forma de aproximação política, utilizando de diversas estratégias. A empresa combinou *lobby* intensivo com a nomeação de ex-políticos em seu conselho de administração para construir capital político abrangente e robusto, garantindo diversas vantagens competitivas no seu ambiente regulatório (Fisch, 2005).

A formação dessas conexões é frequentemente explicada pela Teoria da Dependência de Recursos (Wei et al., 2023; Arantes et al., 2023). Essa teoria argumenta que as empresas necessitam acessar recursos externos escassos e mitigar incertezas ambientais para sobreviverem em contextos econômicos adversos (Pfeffer & Salancik, 1978). Neste contexto, o governo é uma fonte crucial de recursos e um fator de incerteza ambiental; assim, as conexões políticas emergem como um mecanismo estratégico que possibilita às empresas obterem recursos essenciais, principalmente em economias emergentes como no Brasil, caracterizadas por instituições fracas e ambientes regulatórios instáveis (Wellman, 2017; Arantes et al., 2023).

O tamanho da firma, sua estrutura de propriedade e sua diversificação de negócios aparecem como determinantes relevantes para a formação dessas conexões, já que organizações mais robustas possuem mais recursos e incentivos para sustentar essas redes de relacionamento (Lazzarini, 2011; Pinheiro et al., 2016). Conexões também são mais frequentes em grupos econômicos diversificados e com ativos intangíveis relevantes, como marcas e patentes (Dicko, 2017).

Os efeitos dessas conexões, entretanto, são ambíguos. Por um lado, estudos empíricos indicam benefícios claros como acesso facilitado a crédito, benefícios fiscais e contratos governamentais lucrativos (Wei et al., 2023), além de tratamento preferencial por bancos

estatais e instituições financeiras, o que reduz restrições de crédito e amplia sua vantagem competitiva (Goldman et al., 2009; Duchin & Sosyura, 2012). Tais vínculos também ampliam as chances de sucesso em processos licitatórios, em volume e frequência, o que reforça a relevância estratégica dessas relações (Boas et al., 2014). Além disto, em cenários de incerteza de políticas comerciais, as CPs podem amortecer o freio ao investimento ao viabilizar subsídios e reduzir a sensibilidade a restrições de financiamento (Yin et al., 2024). Dessa forma, com mais acesso a recursos, as empresas têm mais disponibilidade de caixa e a oportunidades para a realização de novos investimentos (Bussolo et al., 2022; Harianto et al., 2025).

Por outro lado, esses mesmos laços podem gerar distorções significativas. Bussolo et al. (2022), ao analisar o contexto europeu, constataram que as conexões políticas podem induzir decisões motivadas por objetivos políticos em detrimento de critérios econômicos, prejudicando a alocação eficiente de recursos exibindo maior alavancagem e menor rentabilidade de suas operações. Em linha com essa vertente, evidências mostram ineficiência no investimento em trabalho ao constatar que firmas conectadas tendem a ter excesso de funcionários já que contratam mais empregados para atender objetivos políticos, sugerindo menor disciplina de mercado (Karami et al., 2024). Devido a esses desvios e problemas de agência, há indícios de que a percepção de influência política corporativa desencoraja o investimento privado (Kubinec et al., 2024).

Além dos efeitos sobre desempenho financeiro, as conexões políticas impactam áreas específicas de investimento empresarial. Tsai et al. (2019) e Li et al. (2021) destacam que empresas politicamente conectadas tendem a investir mais em inovação, frequentemente estimuladas por subsídios estatais e acesso privilegiado a recursos tecnológicos. Chen et al. (2017) mostram que as conexões políticas favorecem a internacionalização, ao reduzir barreiras institucionais em mercados externos e ampliar a tolerância ao risco. Além disso, os efeitos das conexões sobre investimentos também variam com moderadores institucionais. Em regiões com fracas instituições de mercado, as CP podem elevar a eficiência de investimento ao viabilizar financiamento e reduzir fricções, porém, à medida que instituições de mercado se fortalecem, esse efeito desaparece (Zhang et al., 2024). E sob alta incerteza de política comercial, as CP aliviam a retração do investimento por meio de subsídios e abrandamento das restrições financeiras (Yin et al., 2024).

No entanto, apesar das conexões estarem diretamente ligadas ao aumento de investimentos em diversas áreas, Dicko (2017) e Zhou et al. (2023) argumentam que, em ambientes de *enforcement* institucional fraco, conexões podem agravar falhas de governança e gerar má gestão de recursos. No Brasil, Lazzarini (2011) reforça que o capitalismo de

compadrio e a elevada interferência estatal deterioram as práticas de mercado e aumentam os riscos institucionais, comprometendo a concorrência e a eficiência econômica. Dessa forma, observa-se que o acesso privilegiado ao governo amplia a disponibilidade de recursos para as empresas, mas também tende a impor contrapartidas políticas que moldam suas decisões de investimentos, convergindo essa discussão para a questão central da alocação de capital. O investimento empresarial, frequentemente mensurado pelo CAPEX, pode tanto ser ampliado em função da redução de restrições financeiras como distorcido por decisões oportunistas. Esse processo, intimamente associado à ineficiência dos investimentos, as empresas podem incorrer tanto em superinvestimento quanto em subinvestimento, ao negligenciar oportunidades por atender a interesses externos ou alianças políticas (Richardson, 2006; Biddle et al., 2009; Duchin & Sosyura, 2012).

Diante dessa diversidade de achados, percebe-se que as conexões políticas configuram uma estratégia organizacional complexa, capaz de gerar benefícios relevantes em termos de acesso a recursos, contratos e proteção regulatória, mas também suscetível a custos expressivos relacionados à alocação ineficiente de capital, conflitos de agência e perda de competitividade. Essa ambiguidade evidencia que o impacto das conexões políticas sobre as empresas não pode ser avaliado apenas em termos de desempenho financeiro imediato, mas também em função de como tais relações influenciam as decisões estratégicas de investimento, que trazem a visão de longo prazo da companhia. Nesse sentido, torna-se pertinente avançar a discussão para a literatura sobre eficiência de investimentos, que busca compreender não apenas o volume, mas a qualidade da alocação de recursos corporativos.

2.3 EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

A eficiência dos investimentos corporativos é um tema central em finanças, pois está diretamente relacionado à alocação ótima de recursos e à geração de valor para os acionistas. A eficiência refere-se à capacidade da empresa de alocar capital de forma a maximizar seu valor, investindo em projetos de valor presente líquido (VPL) positivo e evitando, por outro lado, aplicar recursos em investimentos que destroem valor (Biddle et al., 2009; Lei et al., 2014; Knetsch & Salzmann, 2022). Essencialmente, a eficiência dos investimentos implica que os recursos aplicados em ativos ou projetos gerem resultados compatíveis e superiores aos custos envolvidos, contribuindo para a maximização do valor da empresa e a sustentabilidade de suas operações em longo prazo (Shaheen et al., 2024).

Em mercados perfeitos e sem fricções, as empresas investiriam apenas em projetos rentáveis (Modigliani & Miller, 1958). No entanto, na prática, diversos fatores desviam as decisões de investimentos do ponto ótimo. Conflitos de agência entre gestores e acionistas podem induzir superinvestimento e “*empire building*”, sobretudo quando há excesso de caixa e discricionariedade gerencial (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976). Conflitos entre acionistas e credores podem gerar subinvestimento (*debt overhang*), quando o retorno marginal do projeto beneficia desproporcionalmente os credores, reduzindo o incentivo dos acionistas a investir (Myers, 1977). Adicionalmente, a assimetria informacional dificulta a avaliação precisa dos projetos (Myers & Majluf, 1984), ao passo que restrições financeiras que limitam o acesso ao crédito e restringem o financiamento do investimento (Fazzari et al., 1988). Por fim, os incentivos políticos presentes em empresas com conexões governamentais podem distorcer critérios econômicos na alocação de capital (Faccio, 2006) enquanto a instabilidade macroeconômica tende a postergar ou reduzir investimentos (Bloom, 2009).

Na presença destes fatores, os investimentos podem adotar comportamentos bivalentes que caracterizam a ineficiência dos investimentos, sendo reconhecidos na literatura como superinvestimento e subinvestimento. O primeiro ocorre quando as empresas alocam recursos em projetos de baixo retorno, movidos por interesses próprios, como a expansão excessiva da firma (*empire building*) ou o uso do excesso de caixa para investimentos de retorno duvidoso (Jensen, 1986). Já o subinvestimento é resultado da falta de financiamento ou da relutância em captar recursos externos, mesmo para projetos lucrativos, devido a problemas como assimetria de informação (Myers & Majluf, 1984) ou alto endividamento (Myers, 1977). Em ambos os casos, a empresa se afasta da fronteira eficiente de alocação de capital, comprometendo sua competitividade e a geração de valor no longo prazo (Pan & Tian, 2020; Zhang et al., 2024).

As consequências dessas ineficiências são significativas. O superinvestimento tende a reduzir o valor da firma ao longo do tempo, investir em projetos de retorno abaixo do custo de capital leva a lucros menores e erosão do valor para o acionista, podendo inclusive aumentar o risco de dificuldades financeiras (Ling et al., 2016; Chen et al., 2011). Já o subinvestimento implica elevado custo de oportunidade, a não execução de projetos de valor positivo reduz o crescimento e a competitividade no longo prazo (Pan & Tian 2020). Empresas que investem aquém do ideal perdem espaço para concorrentes e podem apresentar valorização inferior à que teriam caso aproveitassem as oportunidades de expansão (Pan & Tian 2020; Zhang et al., 2024). Assim, tanto o super quanto o subinvestimento prejudicam a criação de valor nas empresas, seja pela má alocação de recursos, seja por deixar de gerar retornos potenciais.

Para identificar empiricamente a eficiência dos investimentos, uma abordagem tradicional compara o investimento realizado ao investimento esperado com base nas características da firma. Richardson (2006) propôs um modelo no qual os resíduos da regressão representam a parcela do investimento não explicada pelos fundamentos econômicos, resíduos positivos indicam superinvestimento, enquanto negativos sugerem subinvestimento. Biddle et al. (2009) acrescentaram a essa técnica, além do uso dos resíduos para capturar a magnitude da ineficiência, utilizaram os quartis dos resíduos como *proxy* para classificar empresas super e subinvestidas. Essa metodologia tem sido amplamente adotada na literatura ao mensurar esses desvios de forma objetiva e comparável (Al 'Alam & Firmansyah, 2019; Harianto et al., 2025).

Embora, no Brasil, segmentos como o Novo Mercado tenham buscado aprimorar as práticas de governança com o objetivo de induzir maior eficiência dos investimentos, evidências empíricas sugerem limitações. Silva e Soares (2023) não encontraram relação significativa entre a listagem em níveis diferenciados de governança e a eficiência dos investimentos, indicando que tais mecanismos nem sempre se traduzem em monitoramento efetivo da alocação de capital. Além disso, as conexões políticas desempenham papel central visto que firmas com laços governamentais têm acesso privilegiado a crédito subsidiado de bancos públicos, como o BNDES, o que pode aliviar restrições financeiras, mas também induzir a investimentos motivados por critérios políticos e não econômicos (Lazzarini, 2011; Mo & Jiang, 2020). Empresas estatais, por sua vez, frequentemente priorizam objetivos sociais e políticos em detrimento da rentabilidade, tornando seus investimentos menos eficientes do que os de companhias privadas em condições comparáveis (Chen et al., 2011; Imamah et al., 2020; Pan & Tian, 2020).

Portanto, a eficiência dos investimentos corporativos resulta de um equilíbrio delicado entre fatores internos como governança, qualidade informacional e gestão financeira e fatores externos como conjuntura econômica e ambiente institucional e relações políticas. Dentre todos esses fatores as conexões políticas podem ter efeito significativo sendo por deteriorar as práticas de governança (Dicko, 2017; Zhou et al., 2023), seja por aumentar acesso a contratos e financiamentos e mitigar a incerteza associada a captação de recursos (Wellman, 2017; Wei et al., 2023). Esse cenário evidencia a importância de compreender como as conexões políticas, enquanto recurso estratégico, influenciam a eficiência dos investimentos.

2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

As conexões políticas podem ampliar a capacidade de investimento das firmas ao reduzir restrições de recursos e incertezas no ambiente institucional (Wellman, 2017; Cui et al., 2018; Wei et al., 2023; Yin et al., 2024). Sob a ótica da Teoria da Dependência de Recursos, os vínculos com agentes políticos funcionam como mecanismo de acesso privilegiado a financiamentos, contratos e proteção regulatória, diminuindo custos de obtenção de capital e aumentando a previsibilidade do fluxo de oportunidades de crescimento (Pfeffer & Salancik, 1978; Hillman et al., 2009). Evidências revelam que empresas politicamente conectadas tendem a obter vantagens econômicas relevantes, como maior acesso a crédito e condições favoráveis de financiamentos (Hassan et al., 2023; Wei et al., 2023; Zhang et al., 2024), o que parece ser relevante em economias em que o Estado tem papel expressivo na alocação de recursos (Lazzarini, 2011; Pan & Tian, 2020). Além disso, estas conexões podem operar como canal de informação e influência sobre políticas públicas, reduzindo fricções e acelerando decisões de investimentos, inclusive quando a empresa depende de compras governamentais ou de regulação setorial (Claessens et al., 2008; Boas et al., 2014). No contexto brasileiro, caracterizado por forte presença estatal e relações público-privadas (Lazzarini, 2011), espera-se que as conexões políticas se traduzam em maior investimento corporativo. Assim, formula-se a hipótese:

H1: As conexões políticas afetam de forma positiva e significativa os investimentos empresariais.

A literatura revela que as conexões políticas constituem um fenômeno dinâmico com efeitos ambíguos sobre a eficiência dos investimentos corporativos, especialmente em mercados emergentes (Chen et al., 2011; Al 'Alam & Firmansyah, 2019; Pan & Tian, 2020; Zhang et al., 2024; Harianto et al., 2025). O debate centra-se em dois mecanismos de tensão. Por uma vertente, as conexões políticas podem facilitar o acesso a recursos estratégicos, mitigar restrições financeiras e reduzir barreiras institucionais, contribuindo potencialmente para investimentos mais ousados e menos dependentes do ciclo de crédito privado (Mo & Jiang, 2020; Pan & Tian, 2020; Li et al., 2021; Zhang et al., 2024; Yin et al., 2024). Por outra vertente, o acesso privilegiado a crédito e os benefícios estatais pode reduzir a disciplina de mercado (Karami et al., 2024; Yin et al., 2024), levando gestores a aceitar projetos de baixo retorno ou elevado risco, sendo considerada uma prática que aumenta o risco moral, proporciona o superinvestimento e a alocação ineficiente de recursos (Mo & Jiang, 2020; Harianto et al., 2025; Zhang et al., 2024).

Nesta direção, o estudo de Zhang et al. (2024) reforça a importância do contexto institucional para analisar os efeitos das conexões políticas. Nos contextos em que a economia

ainda depende fortemente de intervenção estatal e os mecanismos de mercado são frágeis, as conexões políticas desempenham um papel estratégico para mitigar o subinvestimento, devido ao acesso facilitado ao crédito e aos recursos estratégicos, especialmente para empresas privadas. No entanto, à medida que o desenvolvimento institucional e a maturidade do mercado avançam, o efeito positivo das conexões políticas deixa de ser estatisticamente relevante. Isso significa que, em mercados mais desenvolvidos, a eficiência dos investimentos passa a depender menos de relações políticas privilegiadas e mais do funcionamento dos próprios mecanismos de mercado, como competição, transparência e livre acesso a financiamento (Zhang et al., 2024).

Em relação aos achados das conexões políticas sobre a eficiência dos investimentos, Chen et al. (2011) encontraram evidência de redução de eficiência associada às conexões políticas em empresas estatais, alinhado com a ideia de maior atenção a prioridades governamentais do que a critérios estritamente econômicos. Pan e Tian (2020) complementam essa análise e reportam efeitos ambíguos da extinção das conexões políticas ao constar que o rompimento das conexões políticas melhora a eficiência das empresas estatais mas prejudica as privadas. A interpretação é que, nas estatais, a conexão tende a reforçar interferência e objetivos não econômicos, já nas privadas, elas funcionam como um canal de acesso a projetos e financiamento, de modo que a desconexão implica perda dessa ponte de recursos. Sugerindo que o efeito das conexões políticas sobre a eficiência do investimento é condicional ao tipo de empresa.

A presença de vínculos políticos também pode alterar as motivações dos gestores e os critérios para a seleção de projetos de investimento. Enquanto, em ambientes de mercado mais desenvolvidos e com elevados níveis governança, o investimento tende a ser guiado por critérios econômicos e de criação de valor (Zhang et al., 2024), em ambientes institucionalmente frágeis, as conexões políticas abrem espaço para decisões influenciadas por objetivos não econômicos, como *rent-seeking*, promoção de agendas políticas ou favorecimento de interesses de agentes externos (Yu et al., 2020; Pan & Tian, 2020; Ling et al., 2016; Mo & Jiang, 2020). Como resultado, a literatura destaca que a influência política pode tanto abrir portas para recursos e oportunidades (Pan & Tian, 2020; Li et al., 2021), quanto criar incentivos contrários que comprometem o uso eficiente do capital (Chen et al., 2011; Duchin & Sosyura, 2012; Harianto et al., 2025).

Diante desse cenário, consolida-se na literatura a seguinte hipótese:

H2: As conexões políticas afetam negativa e significativamente a eficiência dos investimentos.

As evidências empíricas sugerem que a presença de conexões políticas, longe de assegurar alocação ótima de capital, está associada ao aumento dos desvios em relação ao investimento eficiente, com destaque para superinvestimento, devido à prevalência de incentivos políticos sobre critérios puramente econômicos (Chen et al., 2011; Mo & Jiang, 2020; Ling et al., 2016).

O superinvestimento ocorre quando as empresas, impulsionadas pelo respaldo político, investem além do que seria racional do ponto de vista econômico, frequentemente direcionando recursos para projetos de baixa rentabilidade, mas que atendem interesses de políticos, do governo ou de grupos de pressão (Mo & Jiang, 2020; Chen et al., 2011; Zhang et al., 2024). Tais práticas podem ser facilitadas pelo acesso privilegiado a crédito subsidiado, subsídios e contratos públicos, criando uma restrição orçamentária branda (Kornai, 1986) e reduzindo o monitoramento do mercado sobre a qualidade dos projetos políticos, geração de empregos em períodos eleitorais ou favorecimento de grupos específicos, o que distorce os incentivos dos gestores (Pan & Tian, 2020; Duchin & Sosyura, 2012). Portanto, a literatura é enfática ao demonstrar que as conexões políticas elevam o risco e a frequência do superinvestimento, tornando-o um dos principais canais de ineficiência em ambientes politicamente conectados (Chen et al., 2011; Mo & Jiang, 2020; Zhang et al., 2024). Dessa forma, tem-se a seguinte hipótese:

H2a: As conexões políticas influenciam positiva e significativamente o superinvestimento.

No entanto, em ambientes de maior restrição financeira, instabilidade institucional ou falhas de mercado, as conexões políticas também desempenham papel positivo ao mitigar o subinvestimento (Mo & Jiang, 2020; Zhang et al., 2024; Shaheen et al., 2024). Empresas privadas ou localizadas em regiões menos desenvolvidas frequentemente enfrentam barreiras ao acesso a crédito, financiamento e oportunidades de negócios, nesse contexto, conexões políticas facilitam o acesso a linhas de crédito, subsídios públicos e contratos governamentais, viabilizando investimentos que de outra forma não ocorreriam (Chen et al., 2011; Zhang et al., 2024; Shaheen et al., 2024).

Empiricamente, observa-se que as conexões políticas atuam como “ponte” entre a empresa e fontes externas de recursos, reduzindo o subinvestimento e melhorando a capacidade de execução de projetos, sobretudo em mercados menos desenvolvidos (Zhang et al., 2024). O efeito é mais pronunciado em empresas privadas, enquanto em estatais prevalecem riscos de superinvestimento devido ao alinhamento de incentivos políticos (Pan & Tian, 2020; Harianto et al., 2025). Dessa forma se desenvolve a seguinte hipótese:

H2b: As conexões políticas influenciam negativa e significativamente o subinvestimento.

Assim, a literatura mostra que as conexões políticas são ambivalentes, podem simultaneamente favorecer o superinvestimento, ao induzir gestores a investir em excesso por motivos políticos ou pessoais (Ling et al., 2016; Chen et al., 2011; Shaheen et al., 2024), e mitigar o subinvestimento, ao facilitar acesso a recursos em ambientes de restrição (Mo & Jiang, 2020; Zhang et al., 2024; Shaheen et al., 2024).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta seção detalha os procedimentos metodológicos adotados para o desenvolvimento do estudo. Inicialmente, caracteriza-se a pesquisa quanto à abordagem, aos objetivos e aos procedimentos técnicos empregados. Em seguida, são descritos a população e os critérios de composição da amostra, bem como as etapas de seleção das empresas analisadas. Na sequência, apresentam-se as variáveis dependente, independente e de controle, incluindo sua definição, fundamentação teórica e fontes de dados. Posteriormente, são especificados os modelos econométricos utilizados e os procedimentos para validação estatística dos resultados.

3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Esta pesquisa caracteriza-se como descritiva quanto aos seus objetivos, uma vez que busca analisar a relação entre conexões políticas e a eficiência dos investimentos corporativos em empresas listadas na B3. Quanto aos procedimentos técnicos, adota-se como documental e bibliográfica, pois se fundamenta em dados secundários extraídos das demonstrações financeiras, informações de governança corporativa e bases de dados de mercado, além da revisão de estudos prévios sobre o tema. Em relação à abordagem metodológica, o estudo é quantitativo, utilizando modelos econométricos de dados em painel e regressão logística multinomial para avaliar a influência das conexões políticas sobre a eficiência, bem como sobre os padrões de superinvestimento e subinvestimento das empresas.

3.2 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

Para atingir o objetivo da pesquisa, a amostra foi composta por empresas não financeiras listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) durante o período de 2010 a 2024. A escolha

desse período deve-se à implementação das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS) no Brasil a partir de 2010, garantindo a consistência e comparabilidade dos dados financeiros. O ano de 2024 foi selecionado como o último ano disponível para análise no momento da realização deste estudo. As empresas incluídas na amostra devem possuir informações disponíveis sobre suas conexões políticas e dados financeiros completos.

A coleta de dados foi realizada em duas etapas. Primeiramente, as variáveis dependente e de controle foram obtidas a partir do banco de dados Refinitiv Workspace®. O Índice EPU (*Economic Policy Uncertainty*) para medir a incerteza da política econômica foi coletado do site *Economic Policy Uncertainty Index* disponível em www.policyuncertainty.com. E o PIB o foi extraído da base de dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Em seguida, as variáveis de interesse, relacionadas às conexões políticas, foram extraídas de diversas fontes, incluindo o Formulário de Referência das empresas e a plataforma LinkedIn. Essas fontes permitem identificar e avaliar a presença e a influência de conexões políticas dentro das empresas analisadas.

Foram aplicados critérios de exclusão para garantir a consistência e qualidade dos dados analisados. A amostra compreende empresas listadas na bolsa de valores B3 (Brasil Bolsa Balcão), constituindo um painel de dados desbalanceado com 182 empresas. Foram aplicados critérios de exclusão para garantir a consistência e qualidade dos dados analisados. Primeiramente, foram removidas 448 empresas pertencentes aos setores financeiro, imobiliário e de seguros, devido às características de suas atividades operacionais, com decisões de investimento que podem ser bastante diferentes dos demais setores abrangidos na amostra. Além disso, 25 empresas foram eliminadas por apresentarem patrimônio líquido negativo por mais de sete períodos consecutivos. Por fim, foram retiradas 114 empresas que não possuíam dados disponíveis para pelo menos sete períodos de CAPEX, ativos ou capitalização de mercado. A Tabela 1 evidencia a amostra final.

Tabela 1 - Critérios para seleção da amostra do estudo

Critérios	Empresas
(=) Amostra Total	769
(-) Empresas financeiras	-448
(-) Empresas a partir de 7 períodos com PL negativo	-25
(-) Empresas com menos de sete anos de dados (CAPEX; Ativo; Capitalização de mercado)	-114
Amostra final	182

Fonte: O autor (2026)

3.3 VARIÁVEIS DO ESTUDO

3.3.3 Variável dependente

A eficiência dos investimentos corporativos é mensurada a partir do desvio entre o investimento realizado pela empresa e o investimento esperado. Na presente pesquisa, será utilizada dois modelos que mensuram a eficiência dos investimentos empresariais, conforme proposta Richardson (2006) e Biddle et al. (2009).

Ambas as métricas de Richardson (2006) e Biddle et al. (2009) não são isenta de limitações, pois assumem relações lineares e estáveis entre investimento e seus determinantes, o que pode não capturar efeitos não lineares, choques macroeconômicos ou heterogeneidades setoriais especialmente em economias emergentes como o Brasil. Porém, apesar dessas limitações, a utilização das duas métricas é adequada ao presente estudo, pois seu uso permite incorporar informações específicas de cada empresa na avaliação da eficiência dos investimentos e tem sido amplamente utilizada na literatura sobre eficiência de investimentos corporativos (Mo & Jiang, 2020; Silva & Soares, 2023; Zhang et al., 2024; Harianto et al., 2025), o que favorece a comparabilidade dos resultados e a consolidação empírica das evidências. O procedimento é conduzido em duas etapas. Na primeira etapa, estima-se o nível ótimo de investimento para cada empresa, conforme a Equação 1 de acordo com Richardson (2006):

$$\begin{aligned}
 INV_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 CASH_{i,t} \\
 & + \beta_6 RET_{i,t} + \beta_7 INV_{i,t} + \beta_8 \Sigma Setor + \beta_9 \Sigma Ano + \varepsilon_{i,t+1}
 \end{aligned} \tag{1}$$

Em que, INV representa o investimento total realizado pela empresa, mensurado pelo fluxo de caixa de investimentos, incluindo despesas de capital (CAPEX), despesas com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e aquisições, deduzidas as vendas de ativos. O Q de Tobin é utilizado como *proxy* para as oportunidades de crescimento da firma, sendo calculado como a razão entre o valor de mercado da empresa e o valor de reposição de seus ativos. O tamanho da empresa ($SIZE$) é obtido pelo logaritmo natural do ativo total, enquanto a idade (AGE) corresponde ao número de anos desde listagem da empresa. A alavancagem (LEV) é definida como a razão entre o total de dívidas e o total de ativos. A variável ($CASH$) indica a disponibilidade de caixa da empresa, medida pelo saldo de caixa e equivalentes de caixa dividido pelo total de ativos. O retorno das ações (RET) representa a variação do preço das ações no período, e ε representa o termo de resíduo do modelo. Os subscritos i e t referem-se, respectivamente, à empresa e ao ano de observação. Serão incluídas *dummies* de setor e de ano para controlar efeitos fixos setoriais e temporais.

Para mitigar possíveis vieses associados à especificação do modelo de Richardson (2006), utilizou-se o modelo de Biddle et al. (2009) como alternativa para a mensuração da ineficiência dos investimentos, conforme apresentado a seguir:

$$INV_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t} + \beta_2 \Sigma Setor + \beta_3 \Sigma Ano + \varepsilon_{i,t+1} \quad (2)$$

Em que, a variável *SalesGrowth* corresponde ao crescimento das vendas da empresa, calculado como a variação percentual da receita líquida entre dois períodos, $t-1$ e t . O ε representa o termo de resíduo do modelo. Os subscritos i e t referem-se, respectivamente, à empresa e ao ano de observação. Serão incluídas *dummies* de setor e de ano para controlar efeitos fixos setoriais e temporais.

Todas as variáveis utilizadas para estimar as oportunidades de investimento estão detalhadas na Tabela 2.

Para mitigar o impacto de características específicas das empresas, as estimativas consideraram erros-padrão robustos clusterizados por empresa, ajustando a potencial presença de heterocedasticidade e dependência serial nos resíduos (Petersen, 2009). Além disso, todas as variáveis contínuas serão winsorizadas nos percentis superior e inferior de 1%, a fim de minimizar o impacto de outliers nos resultados. Os resíduos das Equações 1 e 2 serão utilizados como indicadores específicos da firma para desvios em relação ao investimento esperado, dadas suas características e oportunidades de crescimento.

Na segunda etapa da análise, o resíduo estimado a partir do modelo de investimento esperado, conforme proposição de Richardson (2006) e Biddle et al. (2009), é utilizado como duas *proxies* para a eficiência dos investimentos. O valor absoluto desse resíduo $|\varepsilon_{it}|$ indica o grau de ineficiência, de modo que valores próximos de zero refletem maior eficiência alocativa dos recursos. Resíduos positivos ($\varepsilon_{it} > 0$) são interpretados como indício de superinvestimento, sugerindo que a empresa investiu acima do nível considerado ótimo, enquanto resíduos negativos ($\varepsilon_{it} < 0$) caracterizam situações de subinvestimento, em que os investimentos realizados ficaram aquém do esperado para as características da empresa.

Com o objetivo de conferir maior robustez aos resultados, adota-se o procedimento metodológico proposto por Biddle et al. (2009), no qual as observações são classificadas em quartis com base na distribuição dos resíduos. Dessa forma, somente empresas posicionadas no quartil superior dos resíduos positivos são identificadas como superinvestidoras, enquanto aquelas no quartil inferior dos resíduos negativos são caracterizadas como subinvestidoras. As

empresas situadas nos quartis intermediários, por sua vez, são consideradas mais próximas do nível ótimo de investimento.

A Tabela 2 sintetiza as variáveis utilizadas nos modelos de Richardson (2006) e Biddle et al. (2009).

Tabela 2 – Variáveis Eficiência dos Investimentos

Variável	Descrição	Operacionalização	Referências
INV	Investimentos realizados	Despesas de capital (CAPEX), despesas com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e aquisições, deduzidas as vendas de ativos.	
Q	<i>Proxy</i> para oportunidades de crescimento	Soma do valor de mercado mais a dívida total dividida pelo ativo total.	
SIZE	Tamanho da empresa	Logaritmo do total de ativos.	Richardson, 2006; Biddle et al., 2009; Ling et al., 2016; Al 'Alam &
AGE	Idade da empresa em anos	Logaritmo do número de anos listada.	Firmansyah, 2019; Mo & Jiang, 2020;
LEV	Alavancagem financeira	Dívida total dividido pelo ativo total.	Silva & Soares, 2023; Zhang et al., 2024;
CASH	Nível de caixa disponível da empresa	Caixa e Equivalentes dividido pelo ativo total.	Hariato et al., 2025
RET	Retorno das ações	Variação percentual do preço entre t e t-1.	
GROWTH	Crescimento de vendas	Variação percentual de receitas entre t e t-1.	

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.3.4 Variável independente

A principal variável deste estudo é a presença de conexões políticas nas empresas analisadas. O conceito de conexões políticas utilizado nesse estudo refere-se à existência de vínculos formais entre a empresa e agentes políticos, os quais podem exercer influência direta ou indireta sobre as decisões corporativas (Wei et al., 2023). Neste trabalho, adota-se a metodologia utilizada por Faccio (2006) e adaptada por Arantes et al. (2023), segundo a qual uma empresa é considerada politicamente conectada quando pelo menos um membro de seu conselho de administração ou da diretoria executiva ocupa ou já ocupou cargo eletivo, função de nomeação política, ou possui relacionamento direto comprovado com agentes públicos em esferas de governo federal e/ou estadual.

Para operacionalizar a variável, construiu-se três formas alternativas para mensurar as conexões políticas estabelecidas entre empresas e agentes do governo, sendo:

- i) Uma *dummy* de conexões políticas (CPG_{eralD}), que assume valor 1 para empresas que atendem aos critérios mencionados em determinado ano e valor 0, caso contrário.
- ii) A quantidade de membros conectados politicamente, tanto nos conselhos de administração quanto nas diretorias executivas (CPG__Q).
- iii) O percentual de agentes conectados aos governos que será mensurado pela quantidade de membros conectados dividido pelo total de membros no conselho de administração e nas diretorias executivas (CPG__P)

O mapeamento das conexões foi realizado de forma manual, por meio da análise dos currículos e históricos profissionais dos membros do conselho de administração e das diretorias executivas das empresas, utilizando como principal fonte o Formulário de Referência da CVM, e se não for possível observar as informações necessárias, complementarmente, a plataforma LinkedIn. O estudo tomou como base a análise desenvolvimento inicialmente por Arantes et al. (2023) para o horizonte de 2010 a 2017 e promoveu a replicação da análise para os anos de 2018 a 2024. Essa abordagem busca captar o papel estratégico das conexões políticas no contexto brasileiro, reconhecendo que tais vínculos podem proporcionar acesso privilegiado a recursos, informações e oportunidades, influenciando o comportamento de investimento das firmas (Pfeffer & Salancik, 2003; Faccio 2006; Wei et al., 2023).

3.3.5 Variáveis de controle

Com o objetivo de mitigar vieses de omissão e isolar o efeito das conexões políticas sobre a eficiência dos investimentos, este estudo incorpora um conjunto de variáveis de controle amplamente reconhecidas na literatura nacional e internacional (Pellicani & Kalatzis, 2019; Silva & Soares, 2023; Zhang et al., 2024; Harianto et al., 2025). As variáveis foram selecionadas por sua relevância teórica e empírica para a analisar a eficiência dos investimentos corporativos.

O Q de Tobin (Q), calculado como a razão entre o valor de mercado das ações somado aos passivos e o ativo total da empresa. Essa métrica, busca capturar as oportunidades de crescimento e investimento disponíveis para a firma (Richardson, 2006; Chen et al., 2011; Yu et al., 2020). Espera-se que empresas com maior Q de Tobin apresentem menor ineficiência em

seus investimentos, pois tendem a alocar recursos de modo mais alinhado às oportunidades do mercado.

O fluxo de caixa operacional (*CFO*), definido como o fluxo de caixa das atividades operacionais dividido pelo ativo total. Essa variável mede a liquidez interna da empresa e sua capacidade de autofinanciar investimentos, reduzindo a dependência de fontes externas de capital (Biddle et al., 2009; Julio & Yook, 2012; Baker et al., 2016). Mas podem apresentar risco de superinvestimento quando a governança é fraca, pois gestores podem investir recursos excedentes em projetos de valor questionável (Richardson, 2006; Biddle et al., 2009). Portanto, o *CFO* pode estar negativamente associado ao subinvestimento e positivamente para superinvestimento.

A alavancagem (*LEV*) reflete o nível de endividamento da firma. Estudos (Ling et al., 2016; Yu et al., 2020; Mo & Jiang, 2020) apontam que empresas mais alavancadas tendem a enfrentar restrições financeiras, o que pode elevar o subinvestimento por falta de recursos para novos projetos. Por outro lado, alto endividamento pode inibir o superinvestimento, já que credores impõem disciplina sobre o uso do caixa (Jensen e Mecklin, 1976). Assim, espera-se relação positiva entre alavancagem e subinvestimento, e relação negativa com superinvestimento.

O tamanho da empresa (*SIZE*) é operacionalizado por meio do logaritmo natural do ativo total. Empresas maiores tendem a ter maior acesso ao mercado de capitais, maior poder de barganha e melhores práticas de governança, o que pode favorecer a eficiência dos investimentos (Hillman et al., 2004; Lazzarini, 2011). Contudo, firmas muito grandes podem enfrentar maiores desafios de agência, tornando o sinal dessa relação potencialmente ambíguo.

A variável idade da empresa (*AGE*), medida pelo número de anos desde sua listagem, também é incorporada. De acordo com Chen et al. (2011), empresas mais antigas podem ter posturas mais conservadoras e investir menos em novos projetos, o que pode aumentar a ineficiência dos investimentos.

O tamanho do conselho de administração (*BDSIZE*) é incluído como variável de controle, medido pelo número total de membros que compõem o conselho de cada empresa em determinado ano. A literatura aponta que conselhos maiores podem dispor de maior diversidade de perspectivas, recursos e experiências, o que tende a fortalecer os mecanismos de monitoramento e reduzir problemas de agência (Coles et al., 2008). Melhores estruturas de governança reduzem assimetria informacional e conflitos de agência, coibindo o uso ineficiente de recursos (Richardson, 2006). Portanto, espera-se relação negativa entre tamanho do conselho e todas as dimensões de ineficiência.

Por fim, para isolar o efeito das conexões políticas (CP) sobre o volume de investimento, foi incluído controles macroeconômicos de incerteza e de ciclo econômico. A incerteza é capturada pelo índice EPU de Baker et al. (2016), associado a retração do investimento diante de choques de política econômica (Baker et al., 2016; Ferreira et al., 2019; Barros et al., 2024). Já o PIB controla o nível de atividade e demanda agregada, determinantes centrais das decisões de investimento corporativo (Henisz, 2000; Jucá & Fishlow, 2021). Assim, EPU e PIB reduzem o risco de que variações macro sejam indevidamente atribuídas às CP. Todas as variáveis do estudo estão dispostas na Tabela 3.

Tabela 3 – Variáveis do Estudo

Variável	Descrição	Operacionalização	Referências
Variáveis dependentes			
Inef	Ineficiência de Investimentos	Valor absoluto dos resíduos da Equação 1.	(Richardson, 2006; Biddle et al., 2009; Mo & Jiang, 2020; Silva & Soares, 2023; Zhang et al., 2024; Harianto et al., 2025)
Super	Superinvestimento	Quartil superior dos resíduos	
Sub	Subinvestimento	Quartil inferior dos resíduos	
Variável independente			
CP	Conexões Políticas	<i>Dummy</i> que assume 1 quando o conselho de administração ou a diretoria executiva possui um membro considerado conectado politicamente ao governo, e 0 caso contrário.	(Faccio, 2006; Arantes et al., 2023; Zhang et al., 2024; Harianto et al., 2025)
Variáveis de controle			
Q	<i>Proxy</i> para oportunidades de crescimento	Soma do valor de mercado mais a dívida total dividida pelo ativo total	(Mo & Jiang, 2020; Harianto et al., 2025; Pan & Tian 2020)
CFO	Fluxo de caixa das atividades operacionais	Fluxo de caixa das atividades operacionais dividido pelo ativo total	(Al ‘Alam & Firmansyah, 2019; Yu et al., 2020; Harianto et al., 2025)
LEV	Alavancagem financeira	Dívida total dividido pelo ativo total	(Shaheen et al., 2024; Zhang et al., 2024; Imamah et al., 2020)
SIZE	Tamanho da empresa	Logaritmo do total de ativos	(Chen et al., 2011; Ling et al., 2016; Imamah et al., 2020)
AGE	Idade da empresa em anos	Logaritmo do número de anos de listagem	(Al ‘Alam & Firmansyah, 2019; Mo & Jiang, 2020; Harianto et al., 2025)
BDSIZE	Tamanho do conselho de administração	Número total de diretores que compõem o conselho de administração	(Ling et al., 2016; Mo & Jiang, 2020; Shaheen et al., 2024)
EPU	Incerteza da Política Econômica	Índice de Incerteza da Política Econômica (Baker et al., 2016)	(Baker et al., 2016; Ferreira et al., 2019; Barros et al., 2024)

PIB	Crescimento Econômico	Varição percentual do Produto Interno Bruto do Brasil	(Baker et al., 2016; Gulen & Ion, 2016; Jucá & Fishlow, 2021;
-----	-----------------------	---	---

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.4 PROCEDIMENTOS ECONOMETRICOS

Para testar a hipótese H1, estima-se inicialmente o efeito das conexões políticas sobre o nível de investimento das firmas, utilizando regressão com dados em painel e efeitos fixos. Este método é adequado para dados em painel, pois fornece uma estrutura robusta, permitindo capturar variações ao longo do tempo e entre as entidades (Fávero & Belfiore, 2017). O modelo geral pode ser expresso conforme a Equação 3:

$$Capex_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CP_{i,t} + \sum Controles_{i,t} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Em que, *Capex* representa o valor total de investimentos, *CP* representa a variável de conexões políticas, *Controles* representa as variáveis citadas no 3.3.3 e ε é o termo de erro da regressão.

Em seguida, para testar a segunda hipótese, substitui-se a variável dependente pelo indicador de ineficiência de investimento (*Inef*), estimado previamente a partir das Equações 1 e 2 do modelo de mensuração. A especificação é apresentada na Equação (4).

$$|Inef|_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CP_{i,t} + \sum Controles_{i,t} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Em que, *Inef* representa o valor absoluto dos resíduos da Equação 1 e 2, *CP* representa a variável de conexões políticas, *Controles* representa as variáveis citadas no 3.3.3 e ε é o termo de erro da regressão.

Esta sequência será aplicada às três diferentes formas de mensuração da variável de conexões: pela *dummy*, pela quantidade de membros conectados e pelo percentual de representatividade das conexões pelo total de gestores. Esse mesmo procedimento será adotado para os demais testes aderentes às hipóteses 2 e 3.

Para o teste das hipóteses 2 e 3, a etapa seguinte consiste na construção de uma variável dependente categórica, a qual assume valor 1 para empresas identificados com subinvestimento (resíduo abaixo do primeiro quartil), valor 2 para casos de superinvestimento (resíduo acima do terceiro quartil) e 0 para empresas inseridas entre os quartis intermediários. Esta categorização

permite modelar, o risco de a firma se posicionar em extremos de ineficiência, seja pelo excesso ou pela insuficiência dos investimentos (Biddle et al., 2009).

Para examinar os fatores associados à probabilidade de superinvestimento ou subinvestimento, emprega-se a regressão logística multinomial. Essa abordagem é apropriada para variáveis dependentes policotômicas, como no caso presente, onde há três alternativas mutuamente excludentes (Ling et al., 2016; Pan & Tian, 2020). O modelo estima a razão de chances de uma observação ser classificada em cada um dos grupos de ineficiência em comparação ao grupo eficiente, permitindo identificar o impacto das conexões políticas e dos demais controles sobre a tendência da empresa em incorrer em desvios de investimento. Conforme a equação 3 e 4:

$$\ln\left(\frac{P(Sub_{i,t})}{P(Eficiente_{i,t})}\right) = \beta_0 + \beta_1 CP_{i,t} + \sum Controles_{i,t} \quad (3)$$

$$\ln\left(\frac{P(Super_{i,t})}{P(Eficiente_{i,t})}\right) = \beta_0 + \beta_1 CP_{i,t} + \sum Controles_{i,t} \quad (4)$$

em que, *Super*, *Sub* representa a *dummy* de super e subinvestimentos de acordo com o explicado acima, *CP* representa a variável de conexões políticas, *Controles* representa as variáveis citadas no 3.3.3 e ε é o termo de erro da regressão.

O uso de efeitos fixos de empresa e ano é justificado pelo objetivo de controlar para características não observáveis e constantes ao longo do tempo em cada firma, como cultura organizacional, práticas internas e reputação, além de choques macroeconômicos e institucionais anuais que possam afetar todas as empresas simultaneamente. O teste de Hausman será empregado para confirmar a superioridade do modelo de efeitos fixos frente a alternativas de efeitos aleatórios.

Para garantir a robustez dos resultados, todas as variáveis contínuas serão winsorizadas nos percentis 1 e 99, mitigando a influência de valores extremos nos dados. Os erros-padrão serão estimados de forma robusta e clusterizados por empresa, para corrigir eventuais problemas de heterocedasticidade e dependência serial nos resíduos (Petersen, 2009). Testes adicionais incluem verificação de multicolinearidade (VIF), autocorrelação e análise de sensibilidade via exclusão de setores ou anos atípicos.

Adicionalmente, visando conferir robustez e maior validade aos achados, serão realizados testes complementares. Esses testes englobam a análise das características individuais dos administradores e a estimação de modelos dinâmicos pelo método dos

Momentos Generalizados (GMM), visando tratar eventuais questões de endogeneidade entre as variáveis explicativas e a eficiência dos investimentos, conforme recomendações recentes da literatura (Blundell & Bond, 1998; Roodman, 2009).

Com esse conjunto de procedimentos, a metodologia busca captar de forma abrangente e precisa os determinantes das diferentes formas de ineficiência de investimento, garantindo comparabilidade internacional e aderência às melhores práticas empíricas.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta e discute os resultados de forma segmentada, iniciando pela construção das *proxies*, passando pela descrição da amostra e, por fim, pelos modelos econométricos que testam os efeitos das conexões políticas sobre investimento e eficiência dos investimentos das empresas listadas na B3.

4.1 ELABORAÇÃO DA *PROXY* DE INEFICIÊNCIA DE INVESTIMENTOS

A Tabela 4 apresenta os resultados das regressões utilizadas para a construção da *proxy* de ineficiência do investimento dispostas nas equações 1 e 2, seguindo a abordagem proposta por Richardson (2006) e Biddle et al. (2009), respectivamente. Conforme o modelo de Richardson (2006), o investimento observado é decomposto em um componente esperado explicado por fundamentos econômicos e um componente não explicado, capturado pelos resíduos da regressão. Esses resíduos são interpretados como desvios em relação ao nível ótimo de investimento, servindo como *proxy* de ineficiência e utilizado de forma recorrente na literatura (Ling et al., 2016; Al'Alam & Firmansyah, 2019; Mo & Jiang, 2020; Zhang et al., 2024; Harianto et al., 2025).

Tabela 4 - Resultados da regressão para a construção da *proxy* de ineficiência

Modelos	(1- Richardson)	(2 - Biddle)
Variáveis	Investimentos totais (Cpx_{t+1})	Investimentos totais (Cpx_{t+1})
Grw		0.0093* (0.0039)
Q	0.0039** (0.0014)	
Size	-0.0024 (0.0024)	
Age	-0.0020 (0.0049)	
Lev	-0.0004 (0.0060)	
Ret	0.0035** (0.0011)	
Cash	0.0339* (0.0171)	
Cpx	0.3952*** (0.0418)	
Constante	0.0876 (0.0562)	0.0526*** (0.0060)
Controle de ano	Sim	Sim
Controle de setor	Sim	Sim
Teste F	16.41***	7.83***
R ² Overall	0.2619	0.0909
R ² Between	0.7412	0.0002
R ² Within	0.4462	0.0473
Observações	2263	2416
Número de empresas	182	182

Nota: A tabela apresenta os resultados das regressões utilizadas para a construção da *proxy* de ineficiência do investimento, com base no modelo de investimento esperado. A variável dependente é o investimento total no período $t + 1$ (Cpx_{t+1}). O modelo (1) inclui o conjunto completo de variáveis explicativas tradicionalmente associadas às decisões de investimento seguindo Richardson (2006), enquanto o modelo (2) apresenta uma especificação alternativa para fins de robustez segundo Biddle (2009). Todas as regressões incluem controles de ano e de setor. Os erros-padrão estão reportados entre parênteses. *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente. As variáveis explicativas são definidas como segue: Grw - Crescimento das vendas; Q - Q de Tobin; Size - Tamanho da empresa; Age - Idade da firma; Lev - Alavancagem; Ret - Retorno das ações; Cash - Disponibilidade de caixa; e Cpx – Investimentos totais. A descrição de todas as variáveis está disposta na tabela 2.

Fonte: O autor (2025).

No modelo (1), que corresponde à especificação principal, observa-se que o Q de Tobin apresenta coeficiente positivo e estatisticamente significativo, indicando que empresas com maiores oportunidades de crescimento tendem a investir mais no período subsequente (Chen et al., 2011; Yu et al., 2020). De forma semelhante, o retorno das ações (*Ret*) e a disponibilidade de caixa (*Cash*) também exibem efeitos positivos e significativos, sugerindo que tanto a *performance* de mercado quanto a liquidez interna desempenham papel relevante na decisão de investimento. As demais variáveis de controle, como tamanho (*Size*), idade (*Age*) e alavancagem (*Lev*) não apresentaram significância estatística. A inclusão do investimento defasado (*Cpx*) que apresenta coeficiente positivo e significativo ao nível de 1% indica persistência no comportamento de investimento das firmas.

O modelo (2) apresenta uma especificação alternativa, utilizada como teste de robustez conforme Biddle et al. (2009), mantendo controles por ano e setor. Embora parcimonioso, esse modelo preserva o sinal positivo e significativo do crescimento das vendas (*Grw*), que também é utilizado pela literatura como oportunidade de crescimento (Gulen & Ion, 2016) e reforça a validade da relação entre expansão operacional e investimento futuro.

De forma geral, os resultados indicam que o modelo de investimento esperado está adequadamente especificado, com sinais e significâncias coerentes com a literatura (Richardson 2006; Biddle et al., 2009; Zhang et al., 2024; Harianto et al., 2025). Assim, os resíduos estimados a partir dessas regressões constituem uma *proxy* consistente para capturar desvios em relação ao investimento ótimo o que permite analisar os efeitos das conexões políticas sobre a eficiência dos investimentos das empresas listadas na B3.

4.2 ANÁLISE DESCRITIVA DA VARIÁVEL DE CONEXÕES POLÍTICAS

A Tabela 5 reporta estatísticas descritivas para as três *proxies* de conexões políticas (CP). A empresa foi considerada politicamente conectada ao governo quando membros do conselho de administração e/ou membros das diretorias executivas apresentam experiência profissional prévia nas esferas do governo federal e/ou estadual, conforme classificação proposta por Faccio (2006). Para tanto, analisou-se os currículos dos gestores, disponíveis nos Formulários de Referências, em cada ano do período analisado.

Tabela 5 – Estatística descritiva conexões políticas

Variáveis	Média	Desv. Pad.	Mín	Máx	OBS
CPG _{geralD}	0.4858	0.4999	0.0000	1.0000	2645
CPG _Q	1.2654	2.5041	0.0000	19.0000	2645
CPG _P	0.0663	0.1101	0.0000	0.7059	2645

Nota: *CPG_{geralD}* é uma variável *dummy* que assume valor 1 para empresas politicamente conectadas e 0 caso contrário; *CPG_Q* representa a quantidade total de membros politicamente conectados presentes no conselho de administração e diretorias executivas; *CPG_P* corresponde à proporção de membros politicamente conectados em relação ao total de membros do conselho de administração e diretorias executivas.

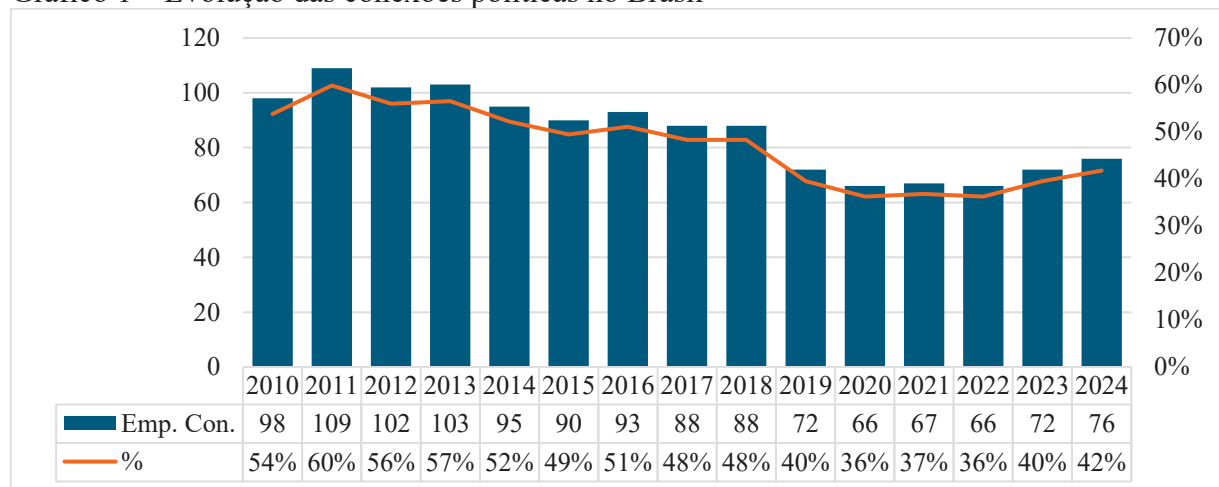
A partir da Tabela 5, constata-se representatividade das empresas conectadas ao governo visto que a *dummy* *CPG_{geralD}* apresenta média de 0,4858 em 2.645 observações, indicando que, aproximadamente metade da amostra é classificada como politicamente conectada. Esse número, em si, é informativo em três níveis. Primeiro, sinaliza que CP não é um fenômeno raro ou restrito a poucos conglomerados e parece tratar-se de uma característica relevante para a estrutura de governança de parte das firmas listadas na B3. Segundo, sugere

que análises que ignoram as CPs podem incorrer em viés de variável omitida quando a CP estiver correlacionada com oportunidades de investimento, risco regulatório ou acesso a crédito. Terceiro, indica a necessidade de *proxies* que capturem gradações de intensidade, pois pode não capturar diferenças relevantes entre empresas com baixa e alta intensidade de conexões, por isso, além da medida de presença, foi utilizada *proxies* de intensidade, representada pela quantidade de membros conectados (*CPG_Q*) e desta proporção frente ao total de membros (*CPG_P*).

As estatísticas das *proxies* de intensidade reforçam essa heterogeneidade com *CPG_Q* apresenta média de 1,2654 e desvio-padrão de 2,5041, com mínimo de 0 e máximo de 19. Em complemento, *CPG_P* exibe média de 0,0663 (6,63%), desvio-padrão de 0,1101, mínimo de 0 e máximo de 0,7059 (70,59%). A média sugere que, na maior parte do painel, quando CP existe, ela ocupa uma parcela pouco frequente (6,63%) da estrutura de governança, mas há casos em que determinadas empresas parecem apresentar elevada presença destas conexões políticas (70,59%).

Esse conjunto de estatísticas sugere que tratar CP como atributo homogêneo seria empiricamente arriscado. Assim, as evidências descritivas sustentam a premissa de que a análise posterior deve considerar, tanto a presença quanto a intensidade das conexões políticas, pois são dimensões distintas do construto. Complementarmente o Gráfico 1 apresenta a evolução anual da incidência das conexões políticas na amostra analisada, entre 2010 e 2024, com duas representações, sendo o número de empresas conectadas por ano (barras) e (ii) o percentual de empresas conectadas (linha).

Gráfico 1 – Evolução das conexões políticas no Brasil



Fonte: O autor (2025).

Em 2010, observa-se 98 empresas conectadas, representando 54% do total; em 2011, a incidência atinge o maior patamar da série, com 109 empresas conectadas (60%). A partir desse pico, observa-se uma trajetória de redução gradual na participação de empresas conectadas, culminando no menor patamar entre 2020 e 2022 (36%). A partir de 2023, nota-se uma recomposição das conexões, com nova elevação em 2024. Esse movimento final é informativo por indicar que a queda observada ao longo da década não é estritamente monotônica e pode refletir ajustes estratégicos.

Durante o período retratado no Gráfico 1, o Brasil atravessou choques político-institucionais e episódios de corrupção que podem afetar diretamente a estabilidade e o “valor” das redes de conexões. Por exemplo, a partir de 2014 a Operação Lava Jato ampliou o escrutínio público e regulatório sobre relações entre empresas e agentes do governo, elevando o custo reputacional de vínculos políticos explícitos e incentivando respostas defensivas de governança e compliance (The Economist, 2021). Em 2016, o impeachment da presidente Dilma Rousseff e a posse de Michel Temer reconfiguraram coalizões e agendas decisórias, o que desvaloriza conexões alinhadas ao ciclo anterior e induz ajustes na composição dos conselhos de administração e das diretorias executivas (Jucá & Fishlow, 2021). Em 2017, a Operação Carne Fraca reforçou a percepção de risco associada a captura regulatória em setores sensíveis, com repercussões econômicas e internacionais que aumentam a aversão a vínculos potencialmente controversos (Dahan & Norden, 2018). Mais adiante, em 2019, Jair Messias Bolsonaro assume a presidência do governo federal o que pode proporcionar nas mudanças das redes políticas formadas pelas empresas, visto que há alteração na ideologia partidária que governa o país. Neste cenário, as conexões políticas formadas durante o governo Lula e Dilma podem não ser vantajosas diante ao governo Bolsonaro.

Em conjunto, o comportamento temporal observado sugere que as conexões políticas não constituem um atributo estático das firmas, mas um recurso relacional sujeito a reavaliação conforme muda os incentivos e os riscos do ambiente político-institucional. Assim, oscilações na incidência de empresas conectadas ao longo da série podem refletir tanto a substituição de atores e redes após transições governamentais quanto respostas estratégicas das firmas a períodos de maior vigilância pública e de atuação mais rigorosa dos órgãos de controle e fiscalização.

4.3 ESTÁTISTICA DESCRITIVA

A Tabela 6 apresenta as estatísticas descritivas da amostra e dos subgrupos de empresas politicamente conectadas ($CPGerald = 1$) e não conectadas ($CPGerald = 0$), além do teste de diferença de médias. O teste t foi adotado porque o objetivo é comparar médias de variáveis contínuas entre dois grupos independentes, sendo o procedimento paramétrico adequado para esse fim (Fávero & Belfiore, 2017).

Um primeiro ponto importante é que as medidas agregadas de ineficiência construídas a partir dos resíduos tanto pela abordagem de Richardson (2006) quanto pela alternativa de Biddle (2009) exibem médias e amplitudes muito próximas entre os grupos e sem diferença estatisticamente significativa. Isso sugere que empresas conectadas não parecem mais ou menos ineficientes no agregado do que as não conectadas.

As empresas conectadas apresentam, em média, maior investimento (Cpx) (0,0515 vs. 0,0405), maior Q de Tobin (Q) (1,4482 vs. 1,3355), maior tamanho ($Size$) (22,5146 vs. 21,5543) e maior fluxo de caixa operacional (Cfo) (0,0631 vs. 0,0526), do que as empresas não conectadas, com diferenças significativas. Esses achados indicam que conexões políticas tendem a exibir um perfil econômico distinto, caracterizado por maior escala, melhores oportunidades de crescimento e maior capacidade de geração interna de recursos, fatores que também se relacionam às condições sob as quais os investimentos são realizados. A literatura documenta os canais pelos quais as CPs podem se correlacionar com esses fatores, como acesso privilegiado a financiamento, contratos públicos, proteção e redução de fricções regulatórias (Wei et al., 2023). Em paralelo, as empresas conectadas apresentam menor caixa ($Cash$) (0,0801 vs. 0,0896), com diferença significativa. Essa combinação é substantivamente interessante visto que as firmas conectadas parecem operar com maior capacidade de geração interna de recursos, mas mantêm menor liquidez. Uma interpretação possível é que empresas conectadas, por terem melhor acesso a financiamento externo ou condições menos restritivas, reduzem a necessidade de manter níveis elevados de caixa, essa lógica dialoga com evidências de ambientes com conexões políticas (Wei et al., 2023; Yin et al., 2024).

Por fim, a dimensão de governança mostra ($Bdsize$) é maior em empresas conectadas (18,5393 vs. 12,7426). Isso é importante metodologicamente porque conselhos maiores podem aumentar a probabilidade mecânica de “aparecer” pelo menos um conectado e, ao mesmo tempo, conselhos maiores podem estar correlacionados com complexidade organizacional, tamanho e setor. A alavancagem (Lev), idade (Age) e retorno das ações (Ret) não apresentam diferenças de médias entre empresas conectadas e não conectadas politicamente.

Tabela 6 – Estatística descritiva

Variáveis	Amostra					CP = 1					CP = 0					
	Média	Desv. Pad.	Mín	Máx	OBS	Média	Desv. Pad.	Mín	Máx	OBS	Média	Desv. Pad.	Mín	Máx	OBS	Média-diff
	Inef. Richardson	0.0213	0.0214	0.0000	0.1898	2263	0.0213	0.0210	0.0000	0.1514	1109	0.0214	0.0218	0.0002	0.1898	1140
Inef. Biddle	0.0292	0.0269	0.0000	0.1887	2416	0.0286	0.0263	0.0000	0.1886	1161	0.0300	0.0277	0.0001	0.1887	1205	
Cpx	0.0462	0.0422	0.0003	0.2262	2621	0.0515	0.0417	0.0003	0.2262	1248	0.0405	0.0411	0.0003	0.2262	1312	***
Q	1.3785	0.8331	0.4713	5.2467	2698	1.4482	0.8944	0.4713	5.2467	1283	1.3355	0.7734	0.4713	5.2467	1354	***
Lev	0.5948	0.2408	0.1091	1.5439	2698	0.5960	0.2145	0.1091	1.5439	1283	0.5906	0.2639	0.1091	1.5439	1354	
Cash	0.0849	0.0840	0.0007	0.4610	2697	0.0801	0.0738	0.0007	0.4610	1283	0.0896	0.0929	0.0007	0.4610	1353	**
Age	3.5116	0.8260	1.0986	4.8828	2705	3.5044	0.7886	1.0986	4.8828	1285	3.5556	0.8348	1.0986	4.8828	1358	
Size	22.0064	1.7580	17.4553	26.3927	2698	22.5146	1.7167	17.4553	26.3927	1283	21.5543	1.6741	17.4553	25.6367	1354	***
Ret	0.1297	0.5470	-0.7475	2.7557	2550	0.1366	0.5120	-0.7475	2.7557	1229	0.1195	0.5732	-0.7475	2.7557	1307	
Cfo	0.0580	0.0850	-0.2070	0.2857	2697	0.0631	0.0784	-0.2070	0.2857	1282	0.0526	0.0904	-0.2070	0.2857	1354	***
Grw	1.1286	0.3526	0.2899	3.1636	2666	1.1352	0.3244	0.2899	3.1636	1266	1.1160	0.3714	0.2899	3.1636	1349	
Bdsiz	15.5588	7.3649	4.0000	39.0000	2645	18.5393	7.6584	4.0000	39.0000	1285	12.7426	5.8120	4.0000	39.0000	1360	***
Pib	0.0171	0.0301	-0.0355	0.0753	2730											
Epu	191.6377	68.5332	92.7766	346.4900	2730											

Nota: Essa tabela apresenta estatísticas descritivas para a amostra total e para os subgrupos de empresas politicamente conectadas (CP = 1) e não conectadas (CP = 0). As estatísticas reportadas incluem média, desvio-padrão, valores mínimo e máximo e número de observações (OBS). As variáveis Inef. Richardson e Inef. Biddle correspondem às medidas de ineficiência do investimento construídas a partir dos resíduos do modelo de investimento esperado, conforme Richardson (2006) e Biddle et al. (2009), respectivamente. CPGeralD é uma variável *dummy* que assume valor 1 para empresas politicamente conectadas e 0 caso contrário; CPG_Q representa a quantidade total de membros politicamente conectados no conselho de administração; CPG_P corresponde à proporção de membros politicamente conectados em relação ao total de membros do conselho. Cpx refere-se ao investimento total da empresa; Q representa o Q de Tobin; Lev indica o grau de alavancagem financeira; Cash corresponde à disponibilidade de caixa; Age indica a idade da firma; Size é o tamanho da empresa; Ret representa o retorno das ações; Cfo corresponde ao fluxo de caixa operacional; Grw indica o crescimento das vendas; Bdsiz representa o tamanho do conselho de administração; Pib corresponde à variação do produto interno bruto; e Epu representa o índice de incerteza da política econômica. A descrição de todas as variáveis está disposta na Tabela 3. A coluna Média-diff apresenta o resultado do teste t para diferença de médias entre os grupos CP = 1 e CP = 0. *, ** e *** indicam diferenças estatisticamente significativas aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente

4.4 ESTATÍSTICAS INFERENCIAIS

Esta subseção está dividida em três partes, primeiro apresenta a associação entre conexões políticas e nível de investimento, depois analisa se as variáveis se relacionam com a ineficiência e por fim, analisa os efeitos das conexões políticas sobre a chance de ocorrência de sub ou superinvestimento.

4.4.1 Efeito das conexões políticas nos investimentos

Nesta subseção, analisa-se a relação entre conexões políticas e o nível de investimento corporativo por meio de duas abordagens complementares, buscando equilibrar a interpretação e robustez. Primeiro, estima-se os modelos com dados em painel com efeitos fixos e controles que exploram a variação dentro da firma e ao longo do tempo, bem como reduzem os vieses decorrentes das características não observadas e invariantes. Em seguida, estima-se um modelo dinâmico por GMM-sistêmico porque os investimentos empresariais tendem a ser persistentes, considerados projetos plurianuais, e, portanto, assim o modelo permite mitigar essa preocupação ao usar defasagens das variáveis como instrumentos internos e ao tratar simultaneamente as equações em diferenças e em níveis, aumentando a eficiência em painéis (Blundell & Bond, 1998; Roodman, 2009).

A Tabela 7 apresenta as estimativas para os modelos com dados em painel com efeitos fixos.

Tabela 7 – Resultados da regressão de dados em painel e efeitos fixos

Modelos	(1)	(2)	(3)
Variáveis	CAPEX	CAPEX	CAPEX
CPG _{geralD}	0.004 (0.003)		
CPG _Q		0.001** (0.001)	
CPG _P			0.020 (0.015)
EPU	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)
PIB	0.052* (0.029)	0.053* (0.029)	0.051* (0.029)
Q	0.003 (0.002)	0.003 (0.002)	0.003 (0.002)
Cfo	0.052*** (0.014)	0.052*** (0.014)	0.052*** (0.014)
Size	-0.003 (0.002)	-0.003 (0.002)	-0.003 (0.002)
Lev	-0.017*	-0.017*	-0.017*

	(0.009)	(0.009)	(0.009)
Constante	0.127** (0.049)	0.121** (0.051)	0.127*** (0.048)
Controle de ano	Sim	Sim	Sim
Controle de setor	Sim	Sim	Sim
Teste F	10.42***	10.76***	10.20***
R ² Overall	0.0709	0.0725	0.0707
R ² Between	0.0009	0.0027	0.0006
R ² Within	0.0260	0.0306	0.0249
Observações	2560	2560	2560
Número de empresas	182	182	182

Nota: Essa tabela apresenta os resultados das regressões de dados em painel que analisam a relação entre conexões políticas e o volume total de investimento corporativo, mensurado por CAPEX. O modelo (1) utiliza uma *dummy* de conexões políticas (*CPG_{GeneralD}*), o modelo (2) emprega a quantidade total de membros politicamente conectados (*CPG_Q*), e o modelo (3) utiliza a proporção de membros politicamente (*CPG_P*). As regressões controlam para incerteza da política econômica (*EPU*), produto interno bruto (*PIB*), *Q* de Tobin (*Q*), fluxo de caixa operacional (*Cfo*), tamanho da empresa (*Size*) e alavancagem financeira (*Lev*). Todos os modelos incluem controles de ano e de setor. A descrição de todas as variáveis está disposta na Tabela 3. As estimações são realizadas por meio de regressão com efeitos fixos, com erros-padrão robustos. Os valores entre parênteses correspondem aos erros-padrão. *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Os resultados do painel indicam que a evidência empírica sobre conexões políticas depende de como o construto é operacionalizado. Na Tabela 7, quando as conexões políticas são mensuradas por uma medida binária de presença (*CPG_{GeneralD}*), o coeficiente estimado é positivo, porém estatisticamente não significativo, sugerindo que a mera classificação conectada vs. não conectada pode ser insuficiente para capturar variações marginais de investimento dentro do painel. Em contraste, quando utiliza-se a *proxy* baseada na quantidade de membros politicamente conectados (*CPG_Q*), o coeficiente apresenta efeito positivo e estatisticamente significativo, indicando que incrementos na presença de indivíduos conectados se associam a níveis mais elevados de investimento. Já a *proxy* de intensidade (*CPG_P*), medida como proporção de membros conectados sobre o total de indivíduos do conselho e diretorias executivas, mantém sinal positivo, mas não apresenta significância estatística nessa especificação estática, o que pode refletir maior ruído de mensuração (dependência do tamanho do conselho).

As variáveis de controle exibem padrões coerentes com a teoria e com as evidências consolidadas na literatura de investimentos. O índice de incerteza de política econômica (*EPU*) aparece com coeficiente negativo e altamente significativo, indicando que maior incerteza se associa a menor investimento, indicando o comportamento de esperar para investir diante de maior risco político e regulatório (Baker et al., 2016; Barros et al., 2024). O *PIB* apresenta coeficiente positivo e marginalmente significativo, consistente com o caráter pró-cíclico do investimento (Baker et al., 2016). A variável de fluxo de caixa operacional (*Cfo*) é positiva e altamente significativa, sugerindo que a geração interna de recursos permanece um determinante importante do investimento, compatível com a presença de fricções financeiras

(Biddle et al., 2009; Julio & Yook, 2012). A alavancagem (*Lev*) aparece negativa e significativa, o que pode refletir restrições de capacidade de endividamento que limitam o investimento no curto prazo (Ling et al., 2016).

Como o investimento corporativo tipicamente apresenta persistência intertemporal, estima-se, adicionalmente, um modelo dinâmico via GMM-sistêmico. Esses resultados são apresentados na Tabela 8 e fornecem evidências mais consistentes sobre a associação entre conexões políticas e investimento. O coeficiente da variável dependente defasada (*L.Cpx*) é elevado e altamente significativo, confirmando a dinâmica do investimento e justificando a adoção do estimador. Com esse modelo, a relação entre conexões políticas e investimentos torna-se mais estável, a variável *CPGerald* passa a ser positiva e estatisticamente significativa, enquanto as medidas de intensidade, tanto a quantidade de conectados (*CPG_Q*) quanto a proporção de conectados (*CPG_P*) também exibem coeficientes positivos e estatisticamente significativos.

Tabela 8 – Estimativas pelo método GMM-Sistêmico

Modelos	(1)	(2)	(3)
Variáveis	CAPEX	CAPEX	CAPEX
CPGerald	0.003* (0.002)		
CPG_Q		0.001** (0.000)	
CPG_P			0.015** (0.007)
L.Cpx	0.653*** (0.108)	0.653*** (0.107)	0.654*** (0.107)
EPU	-0.000** (0.000)	-0.000** (0.000)	-0.000** (0.000)
PIB	0.101*** (0.023)	0.101*** (0.023)	0.100*** (0.023)
Q	0.002* (0.001)	0.002* (0.001)	0.002** (0.001)
Cfo	0.053*** (0.015)	0.053*** (0.014)	0.054*** (0.014)
Size	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
Lev	0.005* (0.003)	0.005* (0.003)	0.005* (0.003)
Constante	0.003 (0.010)	0.003 (0.010)	0.002 (0.010)
AR (1)	0.000	0.000	0.000
AR (2)	0.384	0.379	0.377
Teste de Sargan	0.003	0.003	0.003
Teste de Hansen	0.052	0.052	0.053

Observações	2511	2511	2511
Número de empresas	182	182	182

Nota: Essa tabela apresenta os resultados por meio do método GMM-sistêmico, para analisar a relação entre conexões políticas e o volume total de investimento corporativo, mensurado por CAPEX. O modelo (1) utiliza uma *dummy* de conexões políticas (CPGerald), o modelo (2) emprega a quantidade total de membros politicamente conectados (CPG_Q), e o modelo (3) utiliza a proporção de membros politicamente conectados (CPG_P). As regressões controlam para incerteza da política econômica (EPU), produto interno bruto (PIB), Q de Tobin (Q), fluxo de caixa operacional (Cfo), tamanho da empresa (Size) e alavancagem financeira (Lev). Todos os modelos incluem controles de ano e de setor. A descrição de todas as variáveis está disposta na Tabela 3. As estimações são realizadas por meio de regressão com efeitos fixos, com erros-padrão robustos. Os valores entre parênteses correspondem aos erros-padrão. *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

A partir da Tabela 8, constata-se que os diagnósticos do GMM reforçam a adequação da especificação estimada. Observa-se significância no teste AR(1), resultado esperado em modelos em diferenças, e ausência de autocorrelação de segunda ordem, AR(2) não significativa, condição essencial para a validade das defasagens como instrumentos internos. O teste de Hansen apresenta p-valor próximo ao limiar de 5%, não rejeitando a validade conjunta dos instrumentos a esse nível e oferecendo suporte à estratégia de instrumentação. O teste de Sargan, mais sensível a hipóteses restritivas como homocedasticidade, rejeita, o que é frequentemente observado quando se utiliza especificação robusta.

Os resultados são coerentes com a literatura que documenta os benefícios potenciais das conexões políticas gerarem acesso a recursos (Wei et al., 2023; Arantes et al., 2023), mas também reforçam a necessidade de avaliar a eficiência do investimento, uma vez que aumentos de investimento podem refletir tanto expansão eficiente quanto distorções associadas a incentivos políticos. Os controles significativos anteriores mantêm os resultados apresentados na regressão da Tabela 8 reforçando a relevância dessas variáveis. Além disso, a variável Q de Tobin aparece positivo e significativo, indicando que oportunidades de crescimento parecem traduzir em maior investimento.

4.4.2 Efeito das conexões políticas na eficiência dos investimentos

Nesta subseção, o objetivo apresentar os efeitos das conexões políticas sobre a eficiência dos investimentos. Os Modelos 1 a 3, dispostos na Tabela 9, reportam a ineficiência segundo Richardson (2006) e Modelos 4 a 6 a ineficiência conforme Biddle et al. (2009). Apresenta-se, também, as diferentes formas de mensuração das conexões políticas, sendo *dummy*, quantidade e proporção, para cada modelo. Essa estratégia é útil porque permite verificar se eventuais relações são robustas à forma de mensuração de CP e à forma de mensuração da ineficiência,

reduzindo o risco de que o achado dependa apenas de uma escolha específica de mensuração.

Tabela 9 – Efeitos das Conexões Políticas na Ineficiência dos Investimentos

Modelos	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variáveis	Ineficiência Richardson			Ineficiência Biddle		
CPG _{geralD}	-0.001 (0.002)			0.000 (0.002)		
CPG _Q		-0.001 (0.000)			-0.000 (0.001)	
CPG _P			-0.009 (0.009)			0.001 (0.012)
Q	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004** (0.002)	0.004** (0.002)	0.004** (0.002)
Cfo	0.007 (0.008)	0.007 (0.008)	0.007 (0.008)	-0.001 (0.010)	-0.002 (0.010)	-0.001 (0.010)
Lev	-0.004 (0.005)	-0.004 (0.005)	-0.004 (0.005)	-0.000 (0.006)	-0.000 (0.006)	-0.000 (0.006)
Size	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)
Age	-0.004 (0.003)	-0.004 (0.003)	-0.004 (0.003)	-0.008 (0.006)	-0.008 (0.006)	-0.008 (0.006)
Bdsize	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
Constante	0.090** (0.041)	0.090** (0.041)	0.091** (0.041)	0.043 (0.052)	0.043 (0.052)	0.043 (0.052)
Controle de ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle de setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Teste F	4.28***	3.72***	3.71***	4.42***	4.42***	4.44***
R ² Overall	0.0467	0.0472	0.0469	0.0573	0.0573	0.0573
R ² Between	0.0408	0.0365	0.0367	0.0259	0.0257	0.0260
R ² Within	0.0325	0.0305	0.0301	0.0339	0.0338	0.0340
Observações	2249	2249	2249	2364	2364	2364
Número de empresas	181	181	181	182	182	182

Nota: Essa tabela apresenta os resultados das regressões de dados em painel para analisar a relação entre conexões políticas e a ineficiência do investimento corporativo, mensurada a partir dos resíduos dos modelos de investimento esperado. As colunas (1) a (3) reportam os resultados para a medida de ineficiência baseada em Richardson (2006), enquanto as colunas (4) a (6) apresentam os resultados para a medida de ineficiência baseada em Biddle et al. (2009). As diferentes especificações utilizam, alternativamente, uma *dummy* de conexões políticas (CPG_{geralD}), a quantidade total de membros politicamente (CPG_Q) e a proporção de membros politicamente conectados (CPG_P). As regressões controlam para o Q de Tobin (Q), fluxo de caixa operacional (Cfo), alavancagem financeira (Lev), tamanho da empresa (Size), idade da firma (Age) e tamanho do conselho de administração (Bdsize). A descrição de todas as variáveis está disposta na Tabela 3. Todos os modelos incluem controles de ano e de setor e são estimados por meio de regressão com efeitos fixos, com erros-padrão robustos. Os valores entre parênteses correspondem aos erros-padrão. *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

O resultado central da Tabela 9 é a ausência de evidência estatística de que conexões políticas, por si, expliquem a ineficiência agregada dos investimentos nas especificações estimadas. Em todas as colunas, os coeficientes associados às *proxies* de conexões políticas, CPG_{geralD}, CPG_Q e CPG_P apresentam magnitudes pequenas e não são estatisticamente significativos, para a ineficiência dos investimentos. Em termos de interpretação econômica, esse padrão sugere que, empresas politicamente conectadas não exibem, em média, um desvio

sistemático do nível esperado de investimento maior do que empresas não conectadas. Isso é substantivamente relevante porque contrasta com a evidência anterior de que as CPs se associa a maior investimento, o incremento de investimento associado às conexões políticas não se traduz em maior ineficiência total, ao menos quando a ineficiência é medida como resíduo absoluto do investimento esperado. Esse resultado também é consistente com a hipótese de que os efeitos de as CPs podem ser assimétricos, por exemplo, elevando superinvestimento em alguns casos e reduzindo subinvestimento em outros (Zhang et al., 2024; Harianto et al., 2025; Zhang et al., 2024) e, portanto, podem se anular na métrica agregada de ineficiência.

Em todas as colunas, o Q de Tobin (Q) é positivo e estatisticamente significativo, indicando que oportunidades de crescimento se associam a maiores desvios do investimento em relação ao previsto. Ao mesmo tempo, os coeficientes de Cfo , Lev , $Size$, Age e $Bdsize$ não apresentam significância estatística nas especificações reportadas, sugerindo que, dentro dessa modelagem, as variações na ineficiência agregada são mais fortemente associadas à dimensão de oportunidades (Q) do que a essas características.

Como teste de robustez, foi estimado ainda a relação entre conexões políticas e ineficiência do investimento por meio do GMM-Sistêmico, mantendo a lógica de alternar as *proxies* de CP (*dummy*, quantidade e proporção) e replicando as duas medidas de ineficiência. Os resultados são apresentados na Tabela 10. A motivação para essa etapa é dupla. A dinâmica do investimento pode induzir persistência nos desvios em relação ao nível esperado, o que torna desejável uma abordagem que acomode endogeneidade e efeitos de inércia, assim, o GMM contribui ao explorar instrumentos internos e reduzir esse risco (Blundell & Bond, 1998; Roodman, 2009).

Tabela 10 - Conexões Políticas e Ineficiência do Investimento GMM-Sistêmico

Modelos	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variáveis	Ineficiência Richardson			Ineficiência Biddle		
L.inef_Richardson	1.265* (0.642)	1.238* (0.628)	1.268* (0.656)			
L.inef_Biddle				0.382** (0.149)	0.376** (0.148)	0.370** (0.152)
CPGerald	0.004 (0.005)			-0.003 (0.003)		
CPG_Q		0.002 (0.001)			-0.000 (0.001)	
CPG_P			0.013 (0.011)			-0.001 (0.012)
Q	0.002* (0.001)	0.002 (0.002)	0.002* (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)

Cfo	0.004 (0.013)	0.005 (0.013)	0.004 (0.013)	0.007 (0.011)	0.007 (0.011)	0.007 (0.011)
Lev	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.005* (0.003)	0.005** (0.003)	0.005** (0.003)
Size	0.003 (0.003)	0.003 (0.003)	0.003 (0.003)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
Age	0.002 (0.003)	0.001 (0.003)	0.002 (0.003)	-0.003* (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)
Bdsize	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
Constante	-0.056 (0.066)	-0.052 (0.063)	-0.056 (0.067)	0.047 (0.030)	0.048* (0.029)	0.049 (0.031)
AR (1)	0.039	0.038	0.042	0.001	0.001	0.001
AR (2)	0.138	0.134	0.140	0.372	0.383	0.404
Teste de Sargan	0.997	0.989	0.992	0.017	0.017	0.017
Teste de Hansen	0.998	0.993	0.995	0.251	0.253	0.252
Observações	2166	2166	2166	2170	2170	2170
Número de empresas	181	181	181	182	182	182

Nota: Essa tabela apresenta os resultados por meio do método GMM-sistêmico, para analisar a relação entre conexões políticas e a ineficiência do investimento corporativo, mensurada a partir dos resíduos dos modelos de investimento esperado. As colunas (1) a (3) reportam os resultados para a medida de ineficiência baseada em Richardson (2006), enquanto as colunas (4) a (6) apresentam os resultados para a medida de ineficiência baseada em Biddle et al. (2009). As diferentes especificações utilizam, alternativamente, uma *dummy* de conexões políticas (CPG_{eralD}), a quantidade total de membros politicamente (CPG_Q) e a proporção de membros politicamente conectados (CPG_P). As regressões controlam para o Q de Tobin (Q), fluxo de caixa operacional (Cfo), alavancagem financeira (Lev), tamanho da empresa (Size), idade da firma (Age) e tamanho do conselho de administração (Bdsize). A descrição de todas as variáveis está disposta na Tabela 3. Todos os modelos incluem controles de ano e de setor e são estimados por meio de regressão com efeitos fixos, com erros-padrão robustos. Os valores entre parênteses correspondem aos erros-padrão. *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

A significância de AR(1) é esperada em modelos dinâmicos, enquanto a não significância de AR(2) é condição desejável para validade dos instrumentos em diferença. Adicionalmente, os testes de Sargan/Hansen oferecem evidência sobre a validade conjunta dos instrumentos.

De modo geral, a Tabela 10 reforça a conclusão obtida no painel com efeitos fixos, não há evidência estatisticamente robusta de que as conexões políticas expliquem a ineficiência agregada dos investimentos. Em todas as especificações, os coeficientes associados a *CPG_{eralD}*, *CPG_Q* e *CPG_P* permanecem de pequena magnitude e sem significância estatística, tanto para a *proxy* Richardson (Modelos 1 a 3) quanto para a *proxy* Biddle (Modelos 4 a 6). Essa convergência entre métodos é informativa porque sugere que a ausência de relação entre CP e ineficiência dos investimentos não decorre de uma limitação do estimador estático, mas reflete um padrão empírico mais estável. Em conjuntos, as estimativas sugerem que as conexões políticas podem afetar o nível de investimento, mas seus efeitos sobre a ineficiência

parecem ser nulos ou heterogêneos de modo a não emergirem quando a ineficiência é agregada em uma única métrica.

Adicionalmente, a Tabela 10 apresenta que a variável Q de Tobin possui significância no modelo 2. Entre as variáveis de controle, destacam-se tamanho (*Size*) e idade (*Age*) como fatores sistematicamente associados à ineficiência agregada, sobretudo nas especificações com a *proxy* de Richardson (2006). Ao exibir coeficientes negativos e significativos, as variáveis apresentam indícios de que firmas maiores e mais maduras tendem a apresentar menor desvio agregado em relação ao investimento previsto. Uma interpretação plausível é que as empresas com maior escala e tempo de operação possuem rotinas estruturadas de planejamento e governança do investimento; maior previsibilidade operacional; e maior capacidade de selecionar e executar projetos, o que está em consonância aos achados com Hillman et al. (2004). Assim, tamanho e maturidade parecem atuar como mecanismos estabilizadores, associados a maior disciplina e consistência alocativa.

Como os resultados anteriores indicam que as conexões políticas se relacionam aos investimentos, mas não apresentam associação robusta com a ineficiência agregada, torna-se necessário avançar para uma decomposição mais informativa desta ineficiência. A métrica agregada pode mascarar efeitos em direções opostas como, por exemplo, as conexões políticas podem mitigar subinvestimento em alguns casos, mas também ampliar incentivos a projetos e elevar superinvestimento em outros, resultando em um efeito líquido próximo de zero. Por isso, no próximo tópico a ineficiência é decomposta em sub e superinvestimento, permitindo identificar em qual direção as conexões políticas afetam o desvio do investimento em relação ao nível esperado.

4.4.3 Efeito das conexões políticas no sub e superinvestimento

Nesta subseção, o foco deixa de ser a ineficiência agregada e passa a ser a direção da distorção do investimento, distinguindo a ineficiência entre subinvestimento e superinvestimento. Essa decomposição é essencial em estudos de eficiência porque a ausência de efeito na métrica total pode mascarar efeitos de sinal oposto, um mesmo fator pode reduzir restrições e, portanto, mitigar subinvestimento, ao mesmo tempo em que amplifica incentivos e favorece superinvestimento em determinados contextos (Mo & Jiang, 2020; Zhang et al., 202; Ling et al., 2016). Por isso, a Tabela 11 estima os modelos separados para a probabilidade de subinvestimento (Modelos 1–6) e de superinvestimento (Modelos 7–12), replicando as três *proxies* de conexões políticas, *dummy*, quantidade e proporção, sob duas medidas alternativas

Tabela 11 - Conexões Políticas e Probabilidade de Sub e Superinvestimento

Modelos	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	Subinvestimento						Superinvestimento					
Variáveis	Ineficiência Richardson			Ineficiência Biddle			Ineficiência Richardson			Ineficiência Biddle		
CPGerald	-0.164 (0.187)			-0.140 (0.212)			0.273 (0.172)			0.191 (0.201)		
CPG_Q		0.018 (0.039)			0.067* (0.036)			0.086* (0.049)			0.083* (0.049)	
CPG_P			0.402 (0.883)			1.104 (0.787)			2.143** (0.917)			2.180** (0.913)
Q	0.233* (0.135)	0.231* (0.137)	0.231* (0.136)	-0.392** (0.180)	-0.388** (0.178)	-0.395** (0.178)	0.043 (0.110)	0.075 (0.107)	0.073 (0.106)	0.015 (0.116)	0.042 (0.117)	0.040 (0.117)
Cfo	-2.697*** (0.965)	-2.683*** (0.983)	-2.680*** (0.981)	-5.034*** (1.160)	-5.026*** (1.173)	-5.004*** (1.176)	4.492*** (1.088)	4.614*** (1.086)	4.675*** (1.082)	4.714*** (1.126)	4.777*** (1.127)	4.865*** (1.130)
Lev	-0.451 (0.386)	-0.445 (0.390)	-0.440 (0.390)	0.025 (0.489)	0.032 (0.491)	0.037 (0.493)	0.750* (0.420)	0.777* (0.410)	0.802** (0.407)	0.894** (0.427)	0.915** (0.421)	0.945** (0.418)
Size	-0.442*** (0.069)	-0.449*** (0.069)	-0.452*** (0.069)	-0.124 (0.085)	-0.137 (0.084)	-0.141* (0.085)	0.131* (0.073)	0.133* (0.072)	0.122* (0.072)	0.106 (0.075)	0.105 (0.075)	0.093 (0.076)
Age	-0.574*** (0.117)	-0.572*** (0.117)	-0.574*** (0.117)	-0.633*** (0.146)	-0.639*** (0.146)	-0.638*** (0.146)	0.046 (0.144)	0.033 (0.144)	0.026 (0.145)	-0.212 (0.150)	-0.225 (0.151)	-0.233 (0.152)
Bdsize	0.007 (0.014)	0.002 (0.014)	0.003 (0.014)	-0.030 (0.020)	-0.042** (0.019)	-0.036* (0.020)	0.007 (0.014)	-0.002 (0.015)	0.006 (0.014)	-0.002 (0.015)	-0.012 (0.016)	-0.005 (0.015)
Constante	11.058*** (1.520)	11.188*** (1.535)	11.213*** (1.538)	6.068*** (1.893)	6.361*** (1.877)	6.361*** (1.886)	-4.618*** (1.657)	-4.526*** (1.643)	-4.452*** (1.656)	-2.812* (1.682)	-2.693 (1.698)	-2.580 (1.703)
Controle de ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle de setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Pseudo R ²	0.1125	0.1140	0.1152	0.1036	0.1057	0.1069	0.1125	0.1140	0.1152	0.1036	0.1057	0.1069
Wald	231.64***	221.79***	229.46***	221.46***	243.15***	238.02***	231.64***	221.79***	229.46***	221.46***	243.15***	238.02***
Observações	2249	2249	2249	2364	2364	2364	2249	2249	2249	2364	2364	2364

Nota: As colunas (1) a (6) reportam os resultados para o subinvestimento, enquanto as colunas (7) a (12) apresentam os resultados para o superinvestimento. As especificações são estimadas separadamente utilizando as medidas de ineficiência baseadas em Richardson (2006) - Modelos 1, 2, 3, 7, 8 e 9 e Biddle et al. (2009) - Modelos 4, 5, 6, 10, 11 e 12. CPGerald - *Dummy* de conexões políticas; CPG_Q - Quantidade total de membros politicamente conectados; CPG_P - Proporção de membros politicamente conectados; Q - Q de Tobin; Cfo - Fluxo de caixa operacional; Lev - Alavancagem; Size - Tamanho da empresa; Age - Idade; Bdsize - Tamanho do conselho e diretoria. A

descrição de todas as variáveis está disposta na Tabela 3. Os valores entre parênteses correspondem aos erros-padrão. *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente

de ineficiência Richardson (2006) e Biddle et al. (2009).

O principal resultado é que conexões políticas não se associam, de forma estatisticamente robusta, à probabilidade de subinvestimento quando medidas pela presença (*CPGerald*) e pela proporção (*CPG_P*). Nas colunas de subinvestimento com a métrica Richardson (Modelos 1–3), a *dummy* (*CPGerald*) apresenta coeficiente negativo (-0,164), mas não significativo; a quantidade (*CPG_Q*) é pequena e não significativa (0,018); e a proporção (*CPG_P*) é positiva (0,402), porém também não significativa. Esse padrão se repete na métrica Biddle (Modelos 4–6), com a *CPGerald* permanecendo negativa (-0,140) e não significativa e a *CPG_P* positiva (1,104) sem significância. A única evidência favorável a uma associação com subinvestimento aparece quando se utiliza a *proxy* *CPG_Q* sob a métrica Biddle (Modelo 5), em que o coeficiente é positivo e significativo a 10%.

O resultado mais forte e consistente emerge no bloco de superinvestimento. Nos Modelos 7 a 12, as *proxies* de intensidade de conexão política, principalmente *CPG_Q* e *CPG_P*, exibem coeficientes positivos e estatisticamente significativos, e esse padrão se mantém tanto na métrica Richardson (2006) quanto na métrica Biddle et al. (2009). Em Richardson, a quantidade de conectados (*CPG_Q*) apresenta coeficiente positivo e significativo, e, para a proporção (*CPG_P*), o coeficiente é positivo e significativo a 5%. No bloco Biddle, novamente *CPG_Q* é positivo e significativo e *CPG_P* é positivo e significativo a 5%. Este conjunto de resultados fornece evidência de que conexões políticas se associam mais fortemente à margem de superinvestimento do que à de subinvestimento e que essa associação parece ser representativa quando as conexões são mensuradas por intensidade (quantidade e proporção no conselho) e não por simples presença (*dummy*). Ao mesmo tempo, o fato de os resultados aparecerem também na métrica de Biddle reforça que não se trata de artefato de uma única *proxy* de ineficiência. Esses resultados se alinham com as pesquisas de Chen et al. (2011) Mo & Jiang (2020) e Zhang et al. (2024).

Os controles também ajudam a interpretar a arquitetura empírica dos modelos e indicam coerência interna. No bloco de subinvestimento, a variável *Q* aparece positivo e significativo nos Modelos 1 a 3, de Richardson, enquanto é negativo e altamente significativo nos Modelos 4 a 6, de Biddle. Essa diferença de sinal entre as duas medidas sugere que a definição operacional do evento “subinvestimento” depende da *proxy* de ineficiência, e que as oportunidades de crescimento podem afetar a classificação de forma distinta em cada métrica. Já no bloco de superinvestimento, a variável *Cfo* é fortemente positiva e significativa em todas os modelos, consistente com o argumento de *free cash flow* em que a maior geração de caixa pode aumentar a probabilidade de investir acima do nível esperado alinhado com Jensen (1986),

especialmente quando mecanismos de monitoramento não impedem expansão excessiva. A alavancagem (*Lev*) também aparece positiva e significativa no bloco de superinvestimento, sugerindo que firmas com maior endividamento exibem maior propensão ao superinvestimento nessa classificação resultado que pode refletir simultaneidade (investimento financiado por dívida). Por fim, *Size* é positivo e significativo em alguns modelos de superinvestimento (Richardson 7–9), e *Age* tende a ser estatisticamente não significativo nesse bloco, enquanto *Bdsize* não mostra padrão robusto.

O que essa evidência permite concluir é que quando o investimento é decomposto em sub e superinvestimento, as conexões políticas deixam de ser nulas e passam a se associar de modo consistente ao superinvestimento, especialmente sob *proxies* que capturam a intensidade do vínculo político no conselho (*CPG_Q* e *CPG_P*).

4.5 DISCUSSÕES DOS RESULTADOS

Os resultados desta pesquisa sugerem que as conexões políticas afetam primeiro o nível de investimento e, em seguida, condicionam como esse investimento se materializa em termos de eficiência alocativa. Em linha com a Teoria da Dependência de Recursos, as conexões políticas podem ser compreendidas como um recurso estratégico, na medida em que funcionam como um canal de influência capaz de ampliar o acesso das firmas a recursos e oportunidades (Pfeffer & Salancik, 2003). As evidências apontam que as métricas que captam a intensidade das conexões políticas, representadas pela quantidade (*CPG_Q*) e proporção de conectados (*CPG_P*) estão associadas a maior investimento, corroborando a hipótese H1. Apesar disso, a *proxy* que capta a presença ou não de conexões políticas (*CPGerald*) não encontrou evidências estatísticas desse fato, esse padrão pode advir de que *proxies* binárias tendem a “achatar” heterogeneidade dentro do grupo conectado. Assim, uma empresa com um único membro conectado não necessariamente possui o mesmo grau de acesso, influência e capacidade de articulação que outra com múltiplos conectados em posições-chave. Dessa forma, a significância que emerge principalmente nas métricas de intensidade reforça que CP não é um estado dicotômico, evidenciado que existe diferença entre a presença e quantidade/intensidade dessas conexões. Portanto, a significância concentrada nas métricas de intensidade sugere que as CP operam como um recurso relacional com ‘graus’ distintos de acesso e influência, em linha com a TDR (Pfeffer & Salancik, 2003). Ao facilitar o acesso a recursos e informações, essa vantagem tende a ampliar a capacidade de investir, porém, de acordo com a literatura pode reduzir restrições e disciplina de mercado (Dicko, 2017; Zhou et al., 2023), desviando a

probabilidade de alocação do investimento do nível ótimo, o que ajuda a interpretar por que os efeitos emergem com mais força na direção do superinvestimento.

Do ponto de vista do ambiente macro, os achados sobre incerteza (EPU) e investimento convergem com a literatura de incerteza “*wait and see*”, na qual aumentos de incerteza elevam o valor de postergar decisões irreversíveis e reduzem investimento agregado (Baker et al., 2016; Gulen & Ion, 2016). Esse efeito negativo da incerteza aparece como um pano de fundo relevante para interpretar porque conexões políticas podem, em certos contextos, funcionar como amortecedores reduzindo fricções informacionais e financeiras (Wellman, 2017; Kim & Harjoto, 2024) e, em outros, como catalisadores de distorções com *rent-seeking* e alocação motivada por influência (Krueger, 1974; Karami et al., 2024).

Quando a análise migra do nível de investimento para a ineficiência agregada (resíduos do investimento esperado), os achados da pesquisa permitem rejeitar a Hipótese 2, traçada no estudo, ao sustentar que as conexões políticas afetam negativa e significativamente a eficiência dos investimentos. O resultado central é a ausência de evidência robusta de que conexões políticas expliquem, por si, a ineficiência total, tanto sob a *proxy* de Richardson (2006) quanto sob a alternativa de Biddle et al. (2009), e isso se mantém em especificações estáticas (efeitos fixos) e dinâmicas (GMM-Sistêmico). Esse padrão é relevante porque sugere que o efeito das CPs pode ser heterogêneo e direcional, isto é, operando por canais que se anulam quando a ineficiência é condensada em uma métrica única. Considerando que as conexões políticas atuam simultaneamente ao ampliar a capacidade de investimento das empresas ao atenuar as restrições financeiras e reduzir o subinvestimento (Zhang et al., 2024) e, ao mesmo tempo, ao gerar incentivos para realizar projetos politicamente convenientes e aumentando o superinvestimento (Chen et al., 2011; Mo & Jiang, 2020), o efeito líquido sobre a ineficiência dos investimentos tende a se aproximar de zero.

A partir da decomposição da *proxy*, os resultados permitem não rejeitar a Hipótese 2a que trata da associação positiva e significativa entre conexões políticas e supervinvestimentos. O resultado encontrado gera evidências indicando associação mais consistente entre conexões políticas e maior probabilidade de superinvestimento, sobretudo para as *proxies* intensivas (quantidade e proporção). Isso dialoga com mecanismos clássicos de economia política em que as conexões podem facilitar o acesso a recursos e reduzir a disciplina de mercado, aproximando a firma de uma lógica de “*soft budget constraint*”, isto é, maior expectativa de suporte, financiamento ou acesso ao governo (Kornai, 1986). Em paralelo, as conexões podem estimular comportamentos de *rent-seeking* e direcionar investimentos para capturar benefícios privados (Krueger, 1974), alinhando-se a uma leitura de que parte do investimento adicional não é

necessariamente guiada apenas por VPL, mas também por objetivos de influência, manutenção de coalizões e troca de favores (Kung & Ma, 2018; Karami et al., 2024). Esse resultado também é consistente com evidências internacionais de que as conexões políticas podem distorcer a alocação e reduzir eficiência (Duchin & Sosyura, 2012; Mo & Jiang, 2020; Harianto et al., 2025; Zhang et al., 2024).

Ao mesmo tempo, a pesquisa também rejeita a Hipótese 2b que propõe que as conexões políticas influenciam negativa e significativamente o subinvestimento. Os resultados encontrados sugerem que a relação com subinvestimento parece mais sensível à métrica e ao desenho, sugerindo que pode existir, mas não dominar o comportamento observado quando o investimento é classificado em sub/superinvestimento. Em termos teóricos, os achados reforçam que as conexões políticas podem substituir falhas de mercado gerando acesso a crédito e, simultaneamente, criar falhas de governança a partir de decisões com objetivos não econômicos. No Brasil, a volatilidade das redes ao longo do tempo, com retração e recomposição conforme alternam governos e aumenta o escrutínio público, sugere que a CP é um ativo relacional contingente e reprecificado, o que pode acentuar resultados assimétricos, em momentos de maior *enforcement* e risco reputacional, conexões podem ser menos usadas como canal explícito de acesso e, em momentos de recomposição política, podem voltar a operar com maior intensidade.

Metodologicamente, a convergência entre os modelos de efeitos fixos (FE) e de controle da endogeneidade (GMM-Sistêmico) para a não relação com ineficiência total e a evidência de efeitos em volume de investimento e superinvestimento sustentam duas implicações: (1) o uso de *proxies* alternativas é crucial para evitar conclusões dependentes de uma única modelagem de investimento esperado (Richardson, 2006; Biddle et al., 2009); e (2) a mensuração de CP por intensidade não é apenas um refinamento: ela altera a capacidade de identificar efeitos, sobretudo quando a prevalência de CP é alta e a *dummy* perde poder discriminatório. Em síntese, os achados favorecem uma leitura integrada em que as conexões políticas se associam a mais investimento, no entanto, o impacto sobre eficiência emerge principalmente na direção do desvio, com sinais mais fortes de superinvestimento.

5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta dissertação investigou os efeitos das conexões políticas sobre os investimentos das empresas listadas na B3 e, sobretudo, com a eficiência desses investimentos. Partindo da premissa de que vínculos com agentes públicos podem operar como um recurso estratégico, o

estudo avaliou (i) o efeito das conexões políticas sobre o nível de investimento (CAPEX) e (ii) seu papel na explicação da ineficiência alocativa, mensurada a partir dos resíduos do investimento esperado segundo Richardson (2006) e, em robustez, Biddle et al. (2009), em especificações estáticas (efeitos fixos) e dinâmicas (GMM-Sistêmico).

Os resultados indicam, primeiro, que as conexões políticas se associam a maior investimento, mas esse efeito é identificado com mais clareza quando as conexões são mensuradas por intensidade, captadas pela quantidade e proporção de conectados, e não por medidas binárias de presença/ausência. Esse padrão sugere que tratar CP como atributo dicotômico tende a reduzir poder discriminatório e “achata” as heterogeneidades relevantes, tais como: empresas com diferentes graus de articulação política, posições-chave e densidade de vínculos não necessariamente exibem a mesma capacidade de acesso a recursos e informação. Em termos teóricos, essa evidência é coerente com a Teoria da Dependência de Recursos, na medida em que a intensidade das CPs funciona como ativo estratégico capaz de ampliar a capacidade de investimento por reduzir fricções informacionais e restrições de financiamento.

Quando a análise migra do volume de investimento para a ineficiência total, o estudo não encontra evidências robustas de que as conexões políticas, por si só, expliquem a ineficiência agregada dos investimentos e esse resultado se mantém ao variar a *proxy* de investimento esperado e o estimador (FE e GMM-Sistêmico). A leitura desse achado é que o efeito líquido das CPs pode ser heterogêneo e direcional, com canais que se compensam quando a ineficiência é condensada em uma única métrica, isto é, as conexões podem reduzir fricções e aliviar subinvestimento em algumas firmas ao mesmo tempo que podem fomentar decisões menos disciplinadas e projetos politicamente convenientes em outras, aproximando o saldo agregado de zero.

A decomposição entre superinvestimento e subinvestimento, porém, esclarece a direção dominante. Os resultados oferecem suporte mais consistente para a associação entre conexões políticas e maior probabilidade de superinvestimento sobretudo para as medidas intensivas de CP. Esse padrão sugere que a facilitação de acesso a recursos e informação, compatível com a TDR, pode ter um custo alocativo ao reduzir a disciplina imposta por restrições financeiras e mecanismos de monitoramento, firmas conectadas tendem a investir acima do nível ótimo em determinados contextos, aproximando-se de uma lógica de *soft budget constraint* e de incentivos para uso político do investimento. Em contrapartida, a evidência para subinvestimento mostrou-se mais sensível à métrica e ao desenho, não sustentando uma

conclusão robusta de que CP reduza sistematicamente subinvestimento no período e amostra analisados.

Para gestores e conselhos, os resultados sugerem que o “benefício” de ampliar a capacidade de investir via conexões pode vir acompanhado de risco de sobrealocação, exigindo reforço de governança, e controles internos para evitar expansão ineficiente. Para investidores e analistas, *proxies* de intensidade de CP podem ser úteis como alerta de risco de disciplina e de potencial superinvestimento, complementando medidas tradicionais de oportunidades de crescimento e restrição financeira. Para reguladores e formuladores de política, o estudo reforça a importância de transparência e *accountability* nas interações entre Estado e empresas. Quando o acesso a recursos públicos é mais permeável a vínculos, o custo pode aparecer como distorção alocativa e desgaste de capital.

A pesquisa, entretanto, possui algumas limitações. A mensuração de CP, embora baseada em critérios formais e dados públicos, pode não capturar dimensões informais, como as redes, doações indiretas, relações locais, e sua intensidade fora dos cargos observáveis. Além disso, ainda que o uso combinado de efeitos fixos (FE) e GMM-Sistêmico aumente robustez, a identificação causal permanece desafiadora em fenômenos políticos. Adicionalmente, a *proxy* de ineficiência baseada em resíduos do investimento esperado é sensível à especificação do modelo de investimento ‘normal’ e, portanto, pode incorporar erro de mensuração e capturar choques não observados, e não apenas ineficiência alocativa.

Estudos futuros podem explorar heterogeneidade por setor, como foco na dependência regulatória; por tipo de conexão ao comparar diferentes formas de capturar estas redes políticas; e por choques institucionais tais como a mudanças de governo, *enforcement*, campanhas anticorrupção; além de avaliar se os efeitos das CP se amplificam sob maior incerteza macroeconômica e política. Estas possíveis pesquisas podem contribuir para aprofundar a compreensão dos mecanismos e das condições sob as quais conexões políticas afetam o investimento e sua eficiência.

REFERÊNCIAS

- Al ‘Alam, M. P. A., & Firmansyah, A. (2019). The effect of financial reporting quality, debt maturity, political connection, and corporate governance on investment efficiency: Evidence from Indonesia. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 7(6), 39-54.
- Arantes, V. A., Dicko, S., & Soares, R. O. (2023). Firms’ political connections and performance in Brazil and Canada: an analysis of the effect of country institutional factors. *Journal of Management and Governance*, 28, 63–112. <https://doi.org/10.1007/s10997-022-09666-1>

- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Barros, C. M. E., Rodrigues, L. M., & Rodrigues, R. S. A. (2024). Dívida corporativa de longo e curto prazo e incerteza da política econômica no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 35(95), e1969. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20241969.pt>
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2018). *The Cost of Political Connections*. *Review of Finance*, 22(3), 849–876. <https://doi.org/10.1093/rof/rfy008>
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 77(3), 623–685. <https://doi.org/10.3982/ECTA6248>
- Blundell, R., & Bond, S. R. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Boas, T. C., Hidalgo, F. D., & Richardson, N. P. (2014). The spoils of victory: Campaign donations and government contracts in Brazil. *The Journal of Politics*, 76(2), 415–429. <https://doi.org/10.1017/S002238161300145X>
- Brasil. (2015). Lei nº 13.165, de 29 de setembro de 2015. *Diário Oficial da União*. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13165.htm
- Bussolo, M., De Nicola, F., Panizza, U., & Varghese, R. (2022). Politically connected firms and privileged access to credit: Evidence from Central and Eastern Europe. *European Journal of Political Economy*, 71(102073). <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2021.102073>
- Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões políticas e desempenho: um estudo das firmas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(6), 784-805. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552012000600003>
- Carboni, M., Fiordelisi, F., & Trinugroho, I. (2023). Do investors like political connections? *Economics Letters*, 222, 110943. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110943>
- Chen, L., Li, Y., & Fan, D. (2017). How do emerging multinationals configure political connections across institutional contexts? *Global Strategy Journal*, Publicado online antes da impressão. <https://doi.org/10.1002/gsj.1187>
- Chen, S., Sun, Z., Tang, S., & Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 259-271. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.004>
- Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 554-580. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.003>
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>
- Cui, L., Hu, H. W., Li, S., & Meyer, K. E. (2018). Corporate political connections in global strategy. *Global Strategy Journal*, 8(3), 379-398. <https://doi.org/10.1002/gsj.1325>
- Dahan, V. B., & Norden, L. (2018). Shock propagation through trade credit: Evidence from Operation Weak Flesh. *SSRN*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3274636>
- Dicko, S. (2017). Political connections, ownership structure and quality of governance. *International Journal of Managerial Finance*, 13(4), 358–377. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2017-0010>

- Duchin, R., & Sosyura, D. (2012). The politics of government investment. *Journal of Financial Economics*, *106*(1), 24–48. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.009>
- Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *The American Economic Review*, *96*(1), 369–386.
- Fan, J. P. H., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, *84*(2), 330–357. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.03.008>
- Fávero, L. P. L., & Belfiore, P. P. (2017). Manual de análise de dados: Estatística e modelagem multivariada com Excel, SPSS e Stata. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, *1988*(1), 141–206. <http://www.jstor.org/stable/2534426>
- Ferreira, P. C., Vieira, R. M. B., da Silva, F. B., & de Oliveira, I. C. L. (2019). Measuring Brazilian economic uncertainty. *Journal of Business Cycle Research*, *15*(1), 25–40. <https://doi.org/10.1007/s41549-018-00034-3>
- Fisch, J. E. (2005). How do corporations play politics? The FedEx story. *Vanderbilt Law Review*, *58*(5), 1495–1569.
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). Do politically connected boards affect firm value? *Review of Financial Studies*, *22*(6), 2331–2360. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn088>
- Guimarães, S. F., & Carvalhal da Silva, A. L. (2020). Eleições e sucessão de CEOs em empresas estatais brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, *22*(Edição Especial), 462–481. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4060>
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, *29*(3), 523–564. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>
- Hariato, S., Guney, Y., Khalil, M., & Andrikopoulos, P. (2025). Political connections and investment inefficiency: a machine learning approach. *The European Journal of Finance*. Advance online publication. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2025.2513505>
- Hassan, M. K., Lahyani, F. E., & Elgharbawy, A. (2023). Political connections, media coverage and firm performance: evidence from an emerging market. *Meditari Accountancy Research*, *31*(6), 1634–1653. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-09-2021-1439>
- Henisz, W. J. (2000). The institutional environment for economic growth. *Economics and Politics*, *12*(1), 1–31. <https://doi.org/10.1111/1468-0343.00066>
- Hillman, A. J., Keim, G. D., & Schuler, D. (2004). Corporate political activity: A review and research agenda. *Journal of Management*, *30*(6), 837–857. <https://doi.org/10.1016/j.jm.2004.06.003>
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, *35*(6), 1404–1427. <https://doi.org/10.1177/0149206309343469>
- Imamah, N., Lin, T.-J., Suhadak, & Hung, J.-H. (2020). The moderating effect of an anti-corruption campaign on the relation between political connections and investment behavior: The case of Chinese listed firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, *14*(1), 15–32. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v14i1.3>
- International Monetary Fund. (2025). World Economic Outlook (WEO) Database: GDP, current prices [Brazil]. IMF. <https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/BRA>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, *76*(2), 323–329.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jucá, M. N., & Fishlow, A. (2021). *Political uncertainty of impeachment upon corporate investment decisions*. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 149–160. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.007>
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *The Journal of Finance*, 67(1), 45-83. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x>
- Karami, G., Mehrani, S., Beik Boshrouyeh, S., Ezadpour, M., Mohebbi, M., & Samavat, M. (2024). Political connections and labor investment efficiency. *International Review of Economics & Finance*, 89, 568–580. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.10.010>
- Khatri, N. (2016). Definitions of Cronyism, Corruption, and Crony Capitalism. In *Crony Capitalism in India*. Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-1-137-58287-4_1
- Kim, H., & Harjoto, M. A. (2024). Economic policy uncertainty and cost rigidity: the moderating effects of government contracts and political connections. *Journal of Applied Accounting Research*, 25(5), 1120–1145. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2023-0224>
- Knetsch, A., & Salzmann, A. (2022). Societal trust and corporate underinvestment. *Global Finance Journal*, 54, 100755. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2022.100755>
- Kornai, J. (1986). The soft budget constraint. *Kyklos*, 39(1), 3–30. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6435.1986.tb01252.x>
- Krueger, A. O. (1974). The political economy of the rent-seeking society. *American Economic Review*, 64(3), 291–303.
- Kubinec, R., Lee, H. N., & Tomashevskiy, A. (2024). Why corporate political connections can impede investment. *Comparative Political Studies*, 57(11), 1804–1836. <https://doi.org/10.1177/00104140231204227>
- Kung, J. K.-S., & Ma, C. (2018). Friends with Benefits: How Political Connections Help to Sustain Private Enterprise Growth in China. *Economica*, 85(337), 41–74. <https://doi.org/10.1111/ecca.12212>
- Kuzman, T., Talavera, O., & Bellos, S. K. (2018). Politically induced board turnover, ownership arrangements, and performance of SOEs. *Corporate Governance: An International Review*, 26(3), 160–179. <https://doi.org/10.1111/corg.12238>
- Lazzarini, S. G. (2011). *Capitalismo de laços: Os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Lei, Z., Cai, M., Wang, Y., & Yu, J. (2014). Managerial private benefits and overinvestment. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(3), 126-161. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X500308>
- Lester, R. H., Hillman, A., Zardkoohi, A., & Cannella, A. A. Jr. (2008). Former government officials as outside directors: The role of human and social capital. *Academy of Management Journal*, 51(5), 999–1013. <https://doi.org/10.5465/amj.2008.34789675>
- Li, X.-L., Li, J., Wang, J., & Si, D.-K. (2021). Trade policy uncertainty, political connection and government subsidy: Evidence from Chinese energy firms. *Energy Economics*, 99, 105272. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105272>
- Ling, L., Zhou, X., Liang, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016). Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, 18, 328-333. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.05.009>
- Mo, X., & Jiang, J. (2020). Political connections, debt restructuring, and enterprise investment: Evidence from China. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2020. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2021.100211>

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Pan, X., & Tian, G. G. (2020). Political connections and corporate investments: Evidence from the recent anti-corruption campaign in China. *Journal of Banking and Finance*, 119, 105108. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.03.005>
- Pellicani, A. D., & Kalatzis, A. E. G. (2019). Ownership structure, overinvestment and underinvestment: Evidence from Brazil. *Research in International Business and Finance*, 48, 475–482. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.10.007>
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Stanford Business Books.
- Pinheiro, B. G., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2016). Conexões políticas nas maiores companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Eletrônica de Administração*, 84(2), 394–418. <https://doi.org/10.1590/1413-2311.1622015.60360>
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159–189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86-136. <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>
- Shaheen, L., Alatyat, Z., Aldabbas, Q., Abu Shihab, R. N., & Abuaddous, M. (2024). The Impact of CEO Characteristics on Investment Efficiency in Jordan: The Moderating Role of Political Connections. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(12), 540. <https://doi.org/10.3390/jrfm17120540>
- Silva, M. F. da, & Soares, R. O. (2023). CEOs sofisticados financeiramente são mais eficientes ao realizar investimentos? *Revista Contabilidade & Finanças*, 34(93), e1914. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231914.pt>
- The Economist. (2021). *What did Lava Jato, Brazil's anti-corruption investigation, achieve?* The Economist. <https://www.economist.com/the-economist-explains/2021/03/09/what-did-lava-jato-brazils-anti-corruption-investigation-achieve>
- The Economist. (2023). The 2023 crony-capitalism index. *The Economist*. Recuperado de <https://www.economist.com/international/2023/05/02/the-2023-crony-capitalism-index>
- Tsai, L.-C., Zhang, R., & Zhao, C. (2019). Political connections, network centrality and firm innovation. *Finance Research Letters*, 28, 180–184. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.04.016>
- Wei, Y., Jia, N., & Bonardi, J.-P. (2023). Corporate political connections: A multidisciplinary review. *Journal of Management*, 49(6), 1870–1910. <https://doi.org/10.1177/01492063221136839>
- Wellman, L. A. (2017). Mitigating political uncertainty. *Review of Accounting Studies*, 22(1), 217–250. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9380-0>
- Yin, D., Si, D.-K., & Wang, Y. (2024). How does corporate investment respond to trade policy uncertainty in China? The role of political connections. *Economic Analysis and Policy*, 82, 1429–1445. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2024.06.002>

- Yu, H.-F., Lin, T.-J., Chang, H.-Y., & Wang, Y.-H. (2020). The impact of political connection and information asymmetry on investment efficiency: Evidence from China. *Sustainability*, *12*(14), 5607. <https://doi.org/10.3390/su12145607>
- Zhang, M., Zheng, W., & Lee, C.-C. (2024). Political connections and investment efficiency of renewable energy enterprises: The role of marketization. *Energy Economics*, *139*, 107918. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2024.107918>
- Zhou, B., Ge, J., & Ge, P. (2023). Political connections and labor investment efficiency: Evidence from China's private firms. *Economics & Politics*, *35*(3), 696–717. <https://doi.org/10.1111/ecpo.12241>