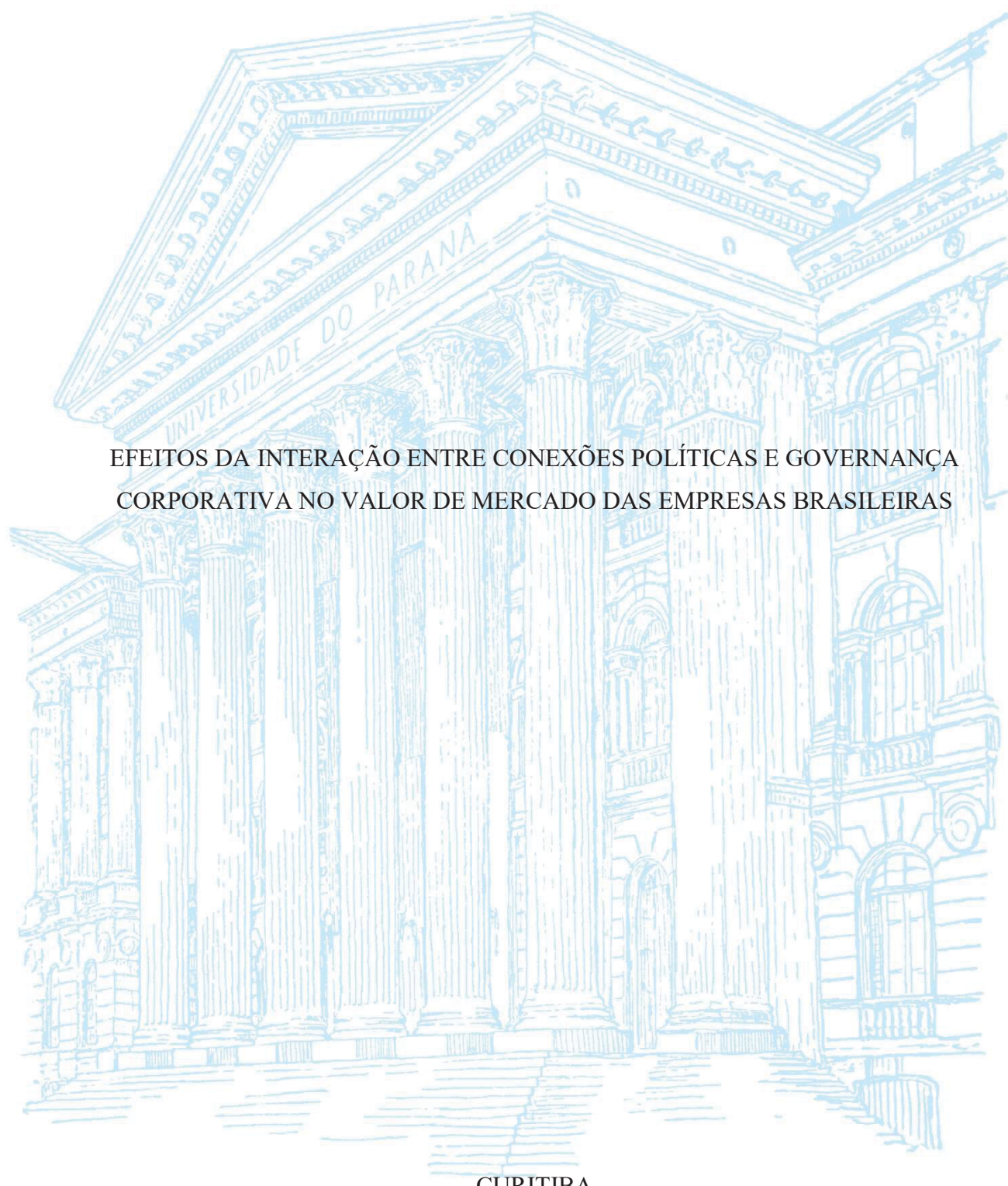


UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

DANIELA PIROLO DIAS



EFEITOS DA INTERAÇÃO ENTRE CONEXÕES POLÍTICAS E GOVERNANÇA
CORPORATIVA NO VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

CURITIBA

2020

DANIELA PIROLO DIAS

EFEITOS DA INTERAÇÃO ENTRE CONEXÕES POLÍTICAS E GOVERNANÇA
CORPORATIVA NO VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS 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.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Oliveira Soares

CURITIBA

2020

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Dias, Daniela Pirolo

Efeitos da interação entre conexões políticas e governança corporativa
no valor de mercado das empresas brasileiras / Daniela Pirolo Dias
.- 2020.

68 p.

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

Orientador: Rodrigo Oliveira Soares.

Defesa: Curitiba, 2020.

1. Contabilidade. 2. Governança corporativa. 3. Política. 4. Mercado
de capitais. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais
Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. II. Soares,
Rodrigo Oliveira. III. Título.

CDD 658.4

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **DANIELA PIROLO DIAS**, intitulada: **EFEITOS DA INTERAÇÃO ENTRE CONEXÕES POLÍTICAS E GOVERNANÇA CORPORATIVA NO VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**, após terem inquirido a aluna e realizado 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, 05 de Fevereiro de 2020.



FLAVIANO COSTA
Presidente da Banca Examinadora



JOSÉ ROBERTO FREGA
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)



MARCOS WAGNER DÁ FONSECA
Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

AGRADECIMENTOS

À Deus, pelo dom da vida, por me sustentar até aqui e estar comigo em todos os momentos, nunca me deixando desamparada. Aos meus pais, que são meu suporte, inspiração e alicerce. Admiro demais a simplicidade da vida que levam e espero sempre me lembrar dela. Obrigada por entenderem as minhas ausências durante esse processo. À minha irmã, por ser tão carinhosa e amável, me dando total apoio e palavras de incentivo. Amo vocês, família! Ao meu namorado, por sempre me incentivar a crescer e buscar caminhos melhores, ainda que isso signifique continuar mais um tempo longe. Obrigada por me dar colo, amenizar as minhas crises de ansiedade e se fazer presente mesmo distante. Amo você, Lindo. À toda minha família, que me apoiou, torceu por mim, se preocupou comigo e compreendeu as minhas ausências em aniversários e almoços de domingo.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Rodrigo Oliveira Soares, por todo ensinamento compartilhado e pela compreensão nos momentos difíceis, e aos membros da banca de qualificação e defesa, Prof. Adalto Junior, Prof. Romualdo Douglas Colauto, Prof. Marcos Wagner da Fonseca e Prof. José Roberto Frega, por aceitarem o desafio e contribuírem com a formação desta pesquisa. Agradeço, ainda, aos professores da UEL por contribuírem com a minha formação, em especial ao Prof. Daniel Ramos Nogueira, por todo apoio, incentivo e inspiração desde a iniciação científica.

Ao meu irmão de orientação e grande amigo, Vagner Arantes, pela parceria em artigos, desabafos, crises e suporte em todo o período. Agradeço por estar sempre disposto a me ajudar e por ter sido tão importante nesse processo. À Rayane Camila, por compartilhar a vida comigo e ser tão presente, tenho certeza que nossa convivência tornou esse período um pouco menos pesado, levo comigo não só o “aperreada” ou a cuscuzeira, mas a inspiração e o cuidado. À Cristina Viana, por ser tão carinhosa e acolhedora, agradeço a amizade que construímos. Ao Pavel, pelo apoio e incentivo, sempre tão alegre e descontraído. Aos colegas de mestrado da turma de 2018, em especial à Renata, pela parceria nas disciplinas. Agradeço aos membros do grupo de pesquisa LABFIN, Elisane e Cassiana, vocês foram uma surpresa boa da vida. Cassiana, obrigada por compartilhar os conhecimentos e experiências de vida comigo e por ser tão forte. Agradeço aos colegas de laboratório e as conversas no “café com bobagem” que sempre nos fazia rir e deixava a vida mais leve. À Paula, pela ajuda com a coleta de dados e, por fim, à Camila, por ser tão doce e prestativa. O mundo precisa de mais Camila's.

Agradeço à todos os professores do PPGCONT pelos conhecimentos compartilhados e contribuírem com o meu crescimento. Sou eternamente grata à UFPR pela oportunidade e experiência. Por fim, agradeço à CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) pelo apoio financeiro – Código de Financiamento 001.

Quanto mais pesado é o fardo, mais próxima da terra está nossa vida,
e mais real e verdadeira ela é.

Em compensação, a ausência total de fardo leva o ser humano a se tornar mais leve do que o ar, leva-o a voar, a se distanciar da terra, do ser terrestre, a se tornar semirreal, e leva seus movimentos a ser tão livres como insignificantes.

O que escolher, então? O peso ou a leveza?

(Milan Kundera)

RESUMO

O estudo teve como objetivo analisar o efeito da interação entre Conexões Políticas e Governança Corporativa no Valor de Mercado de empresas brasileiras listadas na B³. A amostra contempla 246 empresas não-financeiras que negociaram ações na Brasil Bolsa Balcão (B³) no período de 2010 a 2018. Os dados foram catalogados na base de dados *Thomson Reuters*[®]. Utilizou-se como *proxy* para a variável dependente, Valor de Mercado, *Q de Tobin* e *Market-to-book*. A variável de interesse Conexões Políticas foi construída por meio do *background* político de membros do *board* e da diretoria e, ao todo, foram analisados 39 mil currículos. Como *proxy* para a variável de interesse da pesquisa, Governança Corporativa, utilizou-se o *Governance Pillar* do *ESG Score* e a listagem das empresas que se enquadram nos segmentos de Governança Corporativa propostos pela B³: Novo Mercado; Nível 2. Com o intuito de atender ao objetivo da pesquisa, foram propostos 10 modelos estatísticos a serem testados. Dessa forma, os resultados da pesquisa apontam que Conexões Políticas apresentou um efeito estatisticamente significativo e positivo no Valor de Mercado, representado tanto pelo *Q de Tobin*, quanto pelo *Market-to-book*; Governança Corporativa apresentou sinal positivo e significância estatística apenas quando mensurada pela *proxy Governance Pillar* do *ESG Score*, no Valor de Mercado, mensurado pelo *Market-to-book*; e, por fim, a interação entre as variáveis de interesse, Conexões Políticas e Governança Corporativa, não apresentou significância estatística para o modelo.

Palavras-Chave: Conexões Políticas. Governança Corporativa. Valor de Mercado.

ABSTRACT

The study aimed to analyze the effect of the interaction between Political Connections and Corporate Governance on the Market Value of Brazilian companies listed on B³. The sample includes 246 non-financial companies that traded shares in Brasil Bolsa Balcão (B³) in the period from 2010 to 2018. The data were cataloged in the Thomson Reuters[®] database. It was used as a proxy for the dependent variable, Market Value, Tobin's Q and Market-to-book. The Political Connections interest variable was constructed through the political background of board and board members and, altogether 39 thousand resumes were analyzed. As a proxy for the variable of interest in the study, Corporate Governance, the ESG Score Governance Pillar and the list of companies that fits in the parameters of Corporate Governance segments proposed by B³ were used: Novo Mercado; Level 2. In order to meet the research objective, 10 statistical models have been proposed to be tested. In this way, the research results show that Political Connections had a statistically significant and positive effect on the Market Value, represented by both Tobin's Q and the Market-to-book; Corporate Governance showed a positive sign and statistical significance only when measured by the ESG Score proxy Governance Pillar, in the Market Value, measured by the Market-to-book; and finally, the interaction between the variables of interest, Political Connections and Corporate Governance, did not show statistical significance for the model.

Key Words: Political Connections. Corporate *Governance*. Market Value.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – PRINCÍPIOS BÁSICOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	25
FIGURA 2 – CAPTAÇÃO DAS CONEXÕES POLÍTICAS POR <i>BACKGROUND</i> POLÍTICO.....	34
FIGURA 3 – COMPOSIÇÃO DO ESG SCORE.....	36
FIGURA 4 – CATEGORIAS DO ESG SCORE.....	38

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – SELEÇÃO DA AMOSTRA DA PESQUISA	31
TABELA 2 – DISTRIBUIÇÃO DAS EMPRESAS NOS SETORES	32
TABELA 3 – VARIÁVEL DEPENDENTE: VALOR DE MERCADO.....	33
TABELA 4 – COMPOSIÇÃO DA VARIÁVEL DE CONEXÕES POLÍTICAS.....	35
TABELA 5 – INTERPRETAÇÃO DO ESG SCORE	37
TABELA 6 – VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	39
TABELA 7 –DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS	40
TABELA 8 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS.....	45
TABELA 9 – EVOLUÇÃO DAS CONEXÕES POLÍTICAS.....	46
TABELA 10 – FREQUÊNCIA DA VARIÁVEL GOVERNANÇA CORPORATIVA	47
TABELA 11 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO.....	47
TABELA 12 – TESTES DE ESPECIFICAÇÃO	48
TABELA 13 – TESTES DE ESPECIFICAÇÃO DOS MODELOS.....	49
TABELA 14 – REGRESSÕES EM PAINEL COM EFEITO FIXO: MODELOS 1 E 2.....	50
TABELA 15 – REGRESSÕES EM PAINEL COM EFEITO FIXO: MODELOS 3, 4, 5 E 6	53
TABELA 16 – RESULTADO DAS ESTIMAÇÕES DOS PARÂMETROS DOS MODELOS 7, 8, 9 E 10.....	55

LISTA DE SIGLAS

ADI	- Ação Direta de Inconstitucionalidade
B ³	- Brasil Bolsa Balcão
BNDES	- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
CEO	- <i>Chief Executive Officer</i>
CLSA	- <i>Credit Lyonnais Securities Asia</i>
CP	- Conexões Políticas
ESG	- Environmental, Social and Governance
GC	- Governança Corporativa
IBGC	- Instituto Brasileiro Governança Corporativa
IDX	- Bolsa de Valores da Indonésia
IFRS	- <i>International Financial Reporting Standards</i>
MQO	- Método dos Mínimos Quadrados
ON	- Ações Ordinárias
PN	- Ações Preferenciais
ROE	- Retorno sobre o Patrimônio
STF	- Supremo Tribunal Federal

LISTA DE SÍMBOLOS

® – marca registrada

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 QUESTÃO DE PESQUISA	16
1.2 OBJETIVOS	16
1.2.1 Objetivo geral	16
1.2.2 Objetivos específicos	16
1.3 JUSTIFICATIVA	16
1.4 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO	18
2 REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1 CONEXÕES POLÍTICAS	19
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	23
2.3 VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS	27
2.4 HIPÓTESES DA PESQUISA	28
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	31
3.1 DELIMITAÇÃO DA AMOSTRA	31
3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS	32
3.2.1 Variável dependente	32
3.2.2 Variáveis de interesse	33
3.2.2.1 Conexões Políticas.....	33
3.2.2.2 Governança Corporativa.....	35
3.2.3 Variáveis de Controle	39
3.4 MODELOS PROPOSTOS	41
3.3 PROCEDIMENTOS ECONÔMICOS.....	43
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	45
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS	45
4.1.1 Estatística descritiva	45
4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS DOS MODELOS.....	48
4.2.1 Especificação dos modelos	48
4.2.3 Resultados das regressões.....	50
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	59
5.1 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	60
5.2 SUGESTÕES DE PESQUISAS FUTURAS	60
REFERÊNCIAS	62

1 INTRODUÇÃO

A separação da propriedade e controle das empresas possibilitou aos gestores o compartilhamento dos ônus financeiros provenientes das tomadas de decisão que, até então, não era viável (Silveira, Barros & Famá, 2003). Essa separação teve grande contribuição na vida das empresas que, concomitantemente, precisaram se adaptar aos novos desafios, conhecidos como problema de agência (Jensen & Meckling, 1976).

Os problemas de agência surgiram no momento em que o principal delega ao agente alguma atividade, por meio de contratos explícitos ou implícitos, possibilitando que o mesmo tome decisões e execute serviços em seu nome (Jensen & Meckling, 1976). O surgimento desses contratos viabilizou a transferência de poder e possibilitou um comportamento utilitarista, em que ambas as partes podem buscar benefícios próprios, ocasionando um desalinhamento de interesses entre o agente e o principal (Eisenhardt, 1989).

Como forma de mitigar os conflitos, faz-se necessário um conjunto de mecanismos internos e externos que harmonize a relação entre as partes e certifique ao proprietário de que os gestores não irão agir em seu desfavor (Jensen & Meckling, 1976). Dessa forma, as empresas começaram a adotar medidas com boas práticas de governança corporativa para alinhar os interesses das partes envolvidas, fornecendo transparência nas ações dos acionistas, postura ética na resolução de conflitos e construção de um conselho de administração que represente os interesses dos acionistas e dos gestores (Shleifer & Vishny, 1997).

Assim, a governança corporativa torna-se um diferencial estratégico para as empresas, transmitindo uma confiabilidade nos sistemas internos e, conseqüentemente, aumentando o valor de mercado das mesmas. Ao realizar essa adoção de práticas de governança, ou seja, uma garantia de que os interesses sejam atendidos, as empresas demonstram uma boa postura em relação aos seus valores, se preocupando com a transparência das informações, integridade dos relatórios e responsabilidade corporativa (Rossetti & Andrade, 2011).

Dessa forma, promulgou-se alguns órgãos dentro das empresas que pudessem supervisionar as decisões a serem tomadas, certificando-se que todos os interesses fossem atendidos, constituindo, então, o Conselho de Administração (*board*) nas empresas. Dentro do *board*, proveniente da separação ocorrida entre propriedade e o controle, tem-se membros que podem ser considerados conectados politicamente. Portanto, o mesmo órgão que fornece uma proteção aos acionistas, garantindo que seus interesses sejam representados, também realiza uma conexão com o governo, impactando a dinâmica da empresa.

Nesse sentido, as conexões políticas constituem um diferencial estratégico para as empresas, podendo estabelecer relações que tragam benefícios à elas, como acesso a recursos financeiros (Claessens, Feijen & Laeven, 2008) e oportunidades de adquirir contratos com governo (Tahoun, 2014). Tais benefícios tornam as empresas mais seguras e competitivas no mercado, uma vez que o governo é considerado uma fonte de incerteza com as políticas públicas (Hillman, 2005).

As empresas possuem várias possibilidades de se vincular ao governo, seja por meio de relações sociais com agentes políticos, ou ex-políticos, nomeando-os para compor determinado cargo de gerência/diretoria ou, até mesmo, o conselho de administração (Fisman, 2001; Faccio, 2006) ou por meio de doações financeiras às campanhas eleitorais de um candidato ou partido político (Claessen et al., 2008). O ambiente institucional frágil, com mercado de capitais pouco desenvolvido, ou em desenvolvimento, propicia o surgimento de laços políticos que podem substituir estruturas formais, beneficiando as empresas de alguma forma (Faccio, 2006; Claessens et al., 2008; Saae, Belghitar & Clark, 2019).

Estudos anteriores evidenciaram a existência de uma relação entre conexões políticas e valor de mercado das empresas. A pesquisa de Goldman, Rocholl e So (2008) verificou que um conselho de administração conectado politicamente pode agregar valor às empresas dos Estados Unidos da América. Já Ang, Ding e Thong (2013) buscaram analisar o efeito das conexões políticas no valor de mercado das empresas de Singapura, encontrando que conselheiros politicamente conectados em empresas de setores regulamentados têm um impacto positivo e significativo no valor de sua empresa. Nesse sentido, Dicko (2017) analisou as empresas do Canadá e verificou que membros do executivo, politicamente conectados, geram melhores práticas de remuneração para as empresas.

Da mesma forma, a literatura prevê uma relação entre governança corporativa e valor de mercado nas empresas. A pesquisa de Klapper e Love (2004) realizou uma comparação entre a qualidade da governança corporativa e o valor de mercado de empresas em 14 países emergentes e concluíram que as práticas de governança corporativa estão correlacionadas com o valor de mercado das companhias. No trabalho de Almeida, Nobre Parente, Luca e Vasconcelos (2017) foi possível evidenciar que o índice de governança corporativa influencia positivamente o valor de mercado (*Q* de Tobin).

Os autores Silveira, Barros e Famá (2006) puderam concluir que a qualidade da governança corporativa tem efeito positivo e significativo sobre o valor de mercado das empresas. Por fim, têm-se o trabalho de Bandiyono (2019) em que, ao analisar as empresas da Indonésia para verificar os efeitos da interação existente entre conexões políticas e práticas de

governança corporativa sobre o valor de mercado delas, pôde identificar uma relação positiva e significativa entre as variáveis da pesquisa. Dessa forma, surge o questionamento sobre esse efeito no ambiente institucional brasileiro.

1.1 QUESTÃO DE PESQUISA

Diante do exposto, a presente pesquisa busca responder a seguinte questão: qual o efeito decorrente da interação entre as variáveis de conexões políticas e governança corporativa no valor de mercado de empresas listadas na B³?

1.2 OBJETIVOS

Nas subseções seguintes encontram-se o objetivo geral e os objetivos específicos que norteiam a presente pesquisa.

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo geral do trabalho consiste em analisar o efeito obtidos pela interação entre conexões políticas e governança corporativa no valor de mercado de empresas brasileiras listadas na B³.

1.2.2 Objetivos específicos

- Verificar a relação existente entre conexões políticas e o valor de mercado de empresas listadas na B³;
- Verificar a relação existente entre governança corporativa e o valor de mercado de empresas listadas na B³;
- Analisar o efeito da interação entre conexões políticas e governança corporativa no valor de mercado de empresas brasileiras listadas na B³ no período de 2010-2018.

1.3 JUSTIFICATIVA

Os efeitos das variáveis de conexões políticas e governança corporativa sobre o valor de mercado das empresas são analisados na literatura. No entanto, os resultados encontrados

são considerados mistos e não demonstram uma orientação especificamente sobre o comportamento da relação, principalmente no que diz respeito à governança corporativa, que pode sim influenciar os investidores e, conseqüentemente, o valor de mercado das empresas.

Pesquisas realizadas anteriormente por Faccio (2006) e Saeed et al. (2019) sugerem que as conexões políticas são predominantes e apresentam efeitos específicos sobre o comportamento das empresas listadas em ambientes instrucionais frágeis, considerados corruptos e com mercado de capitais incipiente. Dessa forma, o Brasil configura-se como um ambiente propício para proliferação das conexões políticas atreladas pelas empresas com o governo, sendo possível a verificação de efeitos dessa relação na pesquisa de Camilo et al. (2012).

A presente pesquisa adota o *background* político estabelecido pelos membros do Conselho de Administração e Diretorias como forma de captar as redes políticas formadas pelas empresas, e verificar o efeito em relação ao valor de mercado. O uso desta métrica está em consonância aos estudos de Faccio (2006) e Dicko (2017). Além disso, pesquisas demonstram que a relação existe entre conexões políticas e o valor de mercado das empresas pode ter efeito positivo e significativo (Ammann et al., 2011; Ararat et al., 2017). O que torna necessário a verificação do efeito trazido por esta relação no ambiente brasileiro.

O estudo de Bandiyono (2019) sugere que o efeito da governança sobre o valor de mercado pode ser divergente devido a outros fatores que, ainda, não receberam atenção da acadêmica. Neste aspecto, as redes sociais formadas pelos gestores das empresas podem complementar esta interação, sendo assim, estudos desenvolvidos entre empresas listadas nos diversos países, como Canadá (Dicko, 2017), Brasil (Silveira et al., 2006) e Indonésia (Bandiyono, 2019; Tangke, 2019) identificaram que as conexões políticas associadas à governança corporativa promovem aumento no valor de mercado das empresas.

Nesse sentido, a pesquisa realizada por Bandiyono (2019) analisou 42 empresas do setor imobiliário listadas na Bolsa de Valores da Indonésia (IDX) durante o período de 2014 a 2016, buscando verificar os efeitos da interação entre governança corporativa e conexões políticas no valor de mercado das empresas. Os resultados evidenciaram que as conexões políticas apresentam efeito significativo e positivo no valor de mercado das empresas. Neste aspecto, a presente pesquisa busca verificar esta relação no ambiente brasileiro.

Por fim, a pesquisa justifica-se ao atribuir que aspectos relacionais, associados a regulamentos formais, podem intensificar o valor de mercado das empresas, como a relação existente entre conexões políticas e governança corporativa (Bandiyono, 2019). O estudo apresenta indícios que a adoção estratégica das conexões políticas pode suplementar ganhos às

organizações e podem também ser analisadas pelos investidores e demais agentes do mercado como um fator diferenciador entre os grupos empresariais.

1.4 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO

A estrutura deste trabalho se divide em cinco seções. Na primeira seção, encontra-se a introdução da pesquisa, abordando a contextualização da temática, a problematização e os objetivos que norteiam o estudo e, por fim, a justificativa para a concretização do mesmo.

Na segunda seção, a fundamentação teórica em que se enquadra a pesquisa, sendo subdividido em subseções sobre as variáveis de interesse da pesquisa, conexões políticas, governança corporativa, e a variável dependente, valor de mercado das empresas. Por fim, expõe-se as hipóteses da pesquisa a serem testadas.

Na terceira seção, apresenta-se a metodologia do trabalho que conduzirá a pesquisa à sua materialização, assim como as descrições da população e amostra, das variáveis dependentes, de interesse e de controles, relacionando-as com os modelos estatísticos que serão utilizados.

Na quarta seção, apresenta-se a análise descritiva e de frequência dos dados da pesquisa, bem como, os testes pertinentes para determinar os pressupostos estatísticos e diagnósticos para realização do método de regressões por meio de dados em painel, finalizando com os resultados dos parâmetros dos 10 modelos de regressões testados no estudo.

Na quinta e última seção do trabalho, encontram-se as considerações finais do estudo, retomando os objetivos iniciais, as conclusões obtidas, por meio dos testes realizados, para as hipóteses, bem como também é apresentado as limitações que delineiam o trabalho, e sugestões para pesquisas futuras com base nos resultados obtidos por esta. Em seguida, encerra-se o trabalho expondo todas as referências utilizadas nele.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção é composta por 3 tópicos. No primeiro, apresentam-se os conceitos, importância e fundamentação das conexões políticas. No segundo tópico, trata-se do surgimento da governança corporativa e seu papel ao longo do tempo. No terceiro tópico, ressalta-se a relação existente entre o valor de mercado das empresas, conexões políticas e governança corporativa.

2.1 CONEXÕES POLÍTICAS

A importância do governo nas estratégias políticas das empresas tem sido alvo de discussão há anos (Boddewyn, 1988; Jacobson, Lenway & Ring, 1993; Schuler, 1996). Utilizada como ferramenta comercial competitiva, as estratégias políticas integram as decisões gerenciais que produzem políticas públicas favoráveis ao sucesso econômico da empresa (Keim & Baysinger, 1988), afetando diretamente seu desempenho (Schuler, 1996). Enquanto as empresas são consideradas atores econômicos e políticos dentro da sociedade, o governo é entendido como um ente endógeno ao mesmo (Boddewyn, 1988), sendo considerado como provedor da maior fonte de incerteza que as empresas podem ter, podendo moldar os seus ambientes competitivos a partir de políticas públicas (Hillman, Zardkoohi & Bierman, 1999).

Neste ambiente, as empresas podem adotar estratégias políticas de forma a influenciar os processos legislativos, resultando em benefícios econômicos que podem ser alcançados por três caminhos, a saber: (i) gerenciamento de domínio - favores especiais monetários e anticoncorrenciais de Governo; (ii) defesa de domínio – gerenciamento da turbulência do ambiente criado por ameaças governamentais à legitimidade das metas organizacionais e propósitos; e (iii) manutenção do domínio - gerenciamento de ameaças para atingir os objetivos e fins estabelecidos pela empresa (Baysinger, 1984). Desta forma, compreender como tais estratégias políticas são operacionalizadas torna-se fundamental para que mais empresas influenciem e participem das decisões tomadas pelo governo (Hillman et al., 1999).

A literatura acadêmica materializa as estratégias políticas adotadas pelas empresas por diferentes terminologias, como estratégias políticas corporativas (Barney, 1986; Hillman, Hitt & 1999); atividades políticas corporativas (Baysinger, 1984; Shaffer, 1995; Hillman, Keim & Schuler, 2004); estratégias não mercantis (Baron, 1995); ou, ainda, conexões políticas (Hillman, 2005; Faccio, 2006, 2009; Firth et al., 2009). Dentre as abordagens utilizadas pelos diferentes autores, o termo “conexões políticas” é utilizado, recorrentemente, entre estudos

aplicados às ciências contábeis, administração e às áreas correlatas de economia e ciência política. Sob este argumento, a presente pesquisa utiliza-o como orientação para compreender a formação e os efeitos resultantes da interação entre empresas e governo.

Segundo Fisman (2001), as conexões políticas desempenham um papel essencial e valioso às empresas, principalmente àquelas pertencentes aos países com economias em desenvolvimento, como é o caso do Brasil, em que grande parte da capitalização das empresas pode ser resultante dessas estratégias políticas. Entidades que dependem de políticas e rendas públicas interagem mais diretamente com os governos, ou com seus representantes, por uma questão de sobrevivência frente ao mercado (Camilo, Marcon & Bandeira-De-Mello, 2012). Dentre as formas utilizadas para captar estas interações estão as doações às campanhas eleitorais, participação do Estado na estrutura de propriedade, *lobbying* e *background* político. Com exceção das atividades de *lobby*, que não são regulamentadas no Brasil, as demais formas de mensuração da variável conexões políticas podem ser aplicadas ao contexto brasileiro.

O estudo de Claessens et al. (2008) aponta que as doações às campanhas eleitorais representam uma relação direta do favor que o governante eleito atribui às empresas que financiaram monetariamente suas campanhas eleitorais. Os autores constataram que a adoção desta estratégia política pelas empresas promoveu a maior aquisição de financiamentos junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES) do que às organizações que não realizaram doações às campanhas eleitorais. Foi possível constatar também que os candidatos aos cargos de deputados federais, poder legislativo, representam os principais agentes recebedores de recursos financeiros das empresas brasileiras. Resultado semelhante foi evidenciado por Silva, Xavier, Gambirage e Camilo (2018) ao verificarem que 70% dos deputados federais eleitos no pleito de 2014 receberam recursos das doações eleitorais, sendo que dez empresas, com maior valor monetário doado, conseguiram eleger 360 dos 513 deputados federais eleitos. Os resultados demonstraram tanto a relevância quanto o poder atribuído às empresas que adotam estas estratégias políticas.

Neste contexto, as doações às campanhas eleitorais foram utilizadas nas pesquisas científicas brasileiras como instrumento para captar as interações entre empresas e o governo, sendo aplicáveis aos estudos de Sena, Lana, Marcon e Bandeira-de-Mello (2016); Pinheiro, Luca e Vasconcelos (2016); Nobre Parente, Mota e Leite Filho (2017); Duarte e Fernandes (2017); Dias, Mendes e Macedo (2017); Carlos Filho (2017); Silva et al. (2018); Pletsch, Moura e Salla (2018); Gonçalves, Barbosa, Santos e Lustosa (2018); Kuronuma, Okimura e Sales (2018); Cruz e Nobre Parente (2018); Koprowski, Wernke e Zanin (2018); Santos e Martins (2018); Dias, Macedo e Cruz (2018); Olivo (2018); Koprowski, Nardi, Rizzi, Mazzioni e Moura

(2018); Nobre Parente, Mota, Paulo e Góis (2018); Koprowski, Pletsch, Moura e Mazzioni (2018); Schio, Krein e Moura (2018); e Kayo (2018).

Apesar dos benefícios alcançados pelas empresas com adoção desta estratégia, as doações realizadas por pessoa jurídica foram extintas em 2015 no Brasil, por meio da Ação Direta de Inconstitucionalidade – ADI 4650, de 2015, em que o Supremo Tribunal Federal (STF) decidiu pela proibição de doações às campanhas eleitorais por parte de Pessoa Jurídica. A partir de então, o financiamento de campanhas eleitorais pelas empresas foi encerrado. O argumento previsto no §10 do acórdão cita que o principal objetivo para tal ação visou o impedimento de “formação de relações e alianças promíscuas [...] entre aludidas instituições e o Poder Público”.

Outra maneira utilizada para mensurar a variável de conexões políticas é a participação na estrutura de propriedade das empresa, que pode ocorrer de forma direta, quando o governo é acionista (Makhija, 2003; Firth et al., 2009; Brey, Camilo, Marcon e Bandeira-De-Mello, 2012; Brey, Camilo, Marcon & Bandeira-De-Mello, 2014) ou quando possuem influência política (Faccio, 2006), e de forma indireta, por meio de bancos públicos de fomento e fundos de pensão de empresas estatais (Lopes, 2016; Kayo, 2018).

Outra *proxy* utilizada para mensurar conexão política é a prática de *lobbying*, observada no estudo de Lopes (2016), que relacionou o financiamento às campanhas eleitorais e empréstimos do BNDES com *lobby* e interesses privados das empresas. Como essa prática não é regulamentada no ambiente brasileira, dificulta as pesquisas nesse sentido

Por fim, a *proxy* de *background* político que será utilizada na pesquisa busca mensurar a variável de conexões políticas quando um dos principais executivos da empresa (CEO, presidente, vice-presidente), ou um dos seus maiores acionistas é, ou foi, membro do parlamento, ministro ou possui um relacionamento próximo com partido político ou com um político em si (Faccio, 2006). A mensuração proposta por Faccio (2006) engloba, também, a participação do governo na estrutura de propriedade das empresas e a filiação dos gestores a partidos políticos. Portanto, utilizar o *background* político como *proxy* de conexão política refere-se à adoção parcial da proposta de Faccio (2006).

A pesquisa de Faccio (2006) analisou a existência de conexões políticas em 20.202 empresas de 47 países, e pôde concluir que 541 empresas de 35 países podem ser consideradas conectadas politicamente. Ao verificar os efeitos das conexões políticas no valor de mercado da empresa, a autora constatou que os preços das ações aumentaram significativamente quando um empresário foi eleito primeiro-ministro. Além disto, os resultados sugerem que as conexões políticas são recorrentes em países considerados mais corruptos e com mercado de capitais

pouco desenvolvido, como é o caso do ambiente brasileiro. Os achados de Faccio (2006) introduzem à literatura contribuições relevantes ao estabelecer uma métrica uniforme para captar as interações entre empresas e o governo.

Ao contexto brasileiro, a aproximação da empresa ao governo, estabelecida também por meio de contratação de ex-políticos para exercer cargos de confiança, gerência, diretoria ou *board*, pode ser encontrada nos trabalhos de Camilo et al. (2012); Martins, Marcon, Lana, Xavier e Bandeira-de-Mello (2013); Ecco e Camilo (2013); Martins, Lana, Marcon, Xavier e Bandeira-de-Mello (2013); Lana e Gama (2016); Dicko (2016); Khan, Mihret, Muttakin (2016); Wang, Ma, Song e Liu (2016); Li, Meyer, Zhang e Ding (2017); Barbosa, Mendes, Gonçalves e Matias-Pereira (2017); Gonçalves et al. (2018); Santos e Martins (2018); Nobre Parente, Mota, Paulo e Góis (2018); Koprowski et al. (2018); Bertrand, Kramarz, Schoar e Thesmar (2018).

Diante das formas alternativas para estabelecer as conexões políticas, a literatura aponta que essa relação favorece as empresas em alguns aspectos, como a melhorarem seus desempenhos frente ao mercado (Samuels, 2001; Silva et al., 2018), obter recursos financeiros e acesso a financiamentos a custos menores (Claessens et al., 2008), maior desempenho (Silva et al., 2018; Wu, Ying & Chen, 2018), maior chance de adquirir contratos com o governo (Tahoun, 2014) e maior valor de mercado (Hillman et al., 1999; Schuler, 2002; Goldman et al., 2008).

O efeito dessas estratégias de conexões políticas no valor de mercado das empresas representa a ênfase de estudo da presente pesquisa. Estudos anteriores relataram essa relação, como o estudo de Goldman et al. (2008) que buscou analisar todas as empresas do S&P 500, dos Estados Unidos da América, para verificar o impacto que um conselho de administração (*board*) conectado politicamente tem no valor da empresa. Segmentaram as empresas entre conectadas ao Partido Republicano e conectadas ao Partido Democrata, e concluíram que, em média, há uma resposta positiva e significativa no preço das ações das empresas após o anúncio da nomeação de um indivíduo politicamente conectado para o *board*. Os autores afirmam que o conselho também pode agregar valor por meio das conexões que fornece aos políticos.

Já no trabalho de Ang et al. (2013) foi analisado o efeito das conexões políticas no valor de mercado das empresas em um ambiente institucional de baixo nível de corrupção, como Singapura. Os achados demonstram que a conexão política em si não apresenta forte valor econômico à empresa, no entanto, diretores e conselheiros conectados politicamente estão associados a melhores práticas de governança e podem contribuir para a empresa quando atuam como diretores independentes em um ambiente político não corrompido. Foi encontrada

evidência de que conselheiros politicamente conectados em empresas de setores regulamentados têm um impacto positivo e significativo no valor de sua empresa.

Dicko e Khemakhem (2015) investigaram a conformidade regulatória de Governança Corporativa e Conexões Políticas como tópicos separados e seus efeitos combinados no desempenho financeiro das empresas S&P/TSX. Os resultados mostram que somente a conformidade regulatória não afeta significativamente o desempenho financeiro, mas apenas conexões políticas têm efeito positivo e muito significativo. Os dois fatores combinados apresentam impacto mais positivo e significativo do que individualmente.

Shen, Lin e Wang (2015) investigaram a substituição ou complementariedade de governança corporativa e conexões políticas analisando 71.069 contratos de empréstimos bancários individuais no Taiwan e concluíram que empresas com forte governança corporativa se concentram menos na construção de conexões políticas, e empresas conectadas politicamente apresentaram más práticas de governança corporativas.

Dicko (2017) investigou a relação entre conexões políticas, qualidade da governança e a estrutura de propriedade das empresas listadas no índice S&P/TSX no ano de 2015. As 259 empresas analisadas demonstraram que conexões políticas e concentração de propriedade estão relacionadas à baixa qualidade da governança em relação aos direitos dos acionistas, assim como a concentração de propriedade apresenta uma baixa relação com a governança no âmbito do conselho de administração e remuneração dos executivos. Os resultados permitem concluir que membros do executivo, politicamente conectados, geram melhores práticas de remuneração para a empresa.

Por fim, embasando a presente pesquisa, têm-se o estudo de Bandiyono (2019) realizado na Indonésia. Ao analisar os efeitos da governança corporativa e conexões políticas no valor de mercado das empresas, identificou-se que as conexões políticas possuíam um efeito significativo e positivo no valor de mercado das empresas, em relação à governança corporativa o mesmo efeito foi encontrado mas de forma parcial, e quando a interação entre as variáveis conexões políticas e governança corporativa conjuntamente foi testada, verificou-se que o efeito permaneceu significativo e positivo em relação ao valor de mercado das empresas.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A separação entre propriedade e controle, tratada no trabalho de Berle e Mean (1933), levanta uma necessidade da criação de entes gerenciais formados por profissionais que não

detém o capital da empresa, estabelecendo uma situação em que os interesses dos proprietários e dos gestores podem se desalinhar, desaparecer e eliminar muitas restrições (Lopes, 2012).

A partir desse contexto de separação de propriedade e controle, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) foi considerado primordial para entender o funcionamento da relação. Os autores publicaram um artigo no *Journal of Financial Economics* intitulado “Teoria da agência: comportamento gerencial, custos de agência e estrutura de propriedade” e foram os primeiros a compilar de forma ampla todo um material sobre a teoria da agência e os conflitos existentes entre o agente e o principal.

Como forma de controlar os problemas advindos dessa separação, considerou-se a governança corporativa que, na visão de Shleifer e Vishny (1997), trata-se de um conjunto de procedimentos que garante aos investidores o retorno de seus investimentos e maximiza o desempenho das empresas. Para isso, é englobado várias práticas e processos formais que buscam monitorar os gestores das instituições, objetivando preservar os interesses dos acionistas e mitigar os conflitos de interesse (Leal, Ferreira & Silva, 2002).

Para La Porta et al (2000), governança corporativa é um conjunto de mecanismos que protege os investidores externos do risco de perder a posse de seus bens por meio do indivíduo interno. Já Silveira (2004) considera governança corporativa como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, que atuam tanto interna como externamente para a minimização dos custos provenientes do problema de agência. Nesse sentido, entende-se que a Governança Corporativa surgiu da necessidade de neutralizar os conflitos de agência, que são conflitos de interesses que passaram a existir dentro das empresas, entre o agente e o principal, no papel de proprietário e o gestor.

A relação de agência permeia um contrato explícito ou, até mesmo, implícito, em que o principal delega determinada atividade ao agente, permitindo que o mesmo haja em seu nome e execute serviços (Jensen & Meckling, 1976). O conflito de agência acontece a partir do momento em que ambas as partes decidem buscar benefícios próprios, maximizando a sua utilidade na relação (Eisenhardt, 1989). O comportamento utilitarista do agente e as diferentes perspectivas de risco fazem com que haja esse desalinhamento de interesses (Eisenhardt, 1989). Com o intuito de amenizar tais conflitos, o principal recorre a mecanismos para se certificar que o agente não agirá em seu desfavor; tais mecanismos são chamados por Jensen e Meckling (1976) de custos de agência e, posteriormente, esses mecanismos se tornariam os chamados mecanismos de governança corporativa, ou práticas de governança corporativa.

Todo conflito de agência incorre a um custo de agência para amenizar tal conflito, como: (i) custos na elaboração de contratos entre principal e agente; (ii) despesas para monitorar as

atividades desenvolvidas pelos agentes; (iii) gastos desnecessários do agente para provar ao principal que os interesses da empresa estão sendo cumpridos e que seus atos não o prejudicarão; e (iv) perdas residuais (diminuição da riqueza do principal), por divergências entre as decisões (Jensen & Meckling, 1976).

Os conflitos de agência variam conforme a estrutura de propriedade presente na empresa: se a estrutura de propriedade for dispersa, o principal conflito de agência acontecerá entre os interesses dos gestores e dos acionistas (Shleifer & Vishny, 1997); mas se a estrutura de propriedade for concentrada, o conflito ocorrerá entre os interesses do acionista majoritário e dos minoritários (Andrade & Rossetti, 2009).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) caracteriza Governança Corporativa como um sistema que dirige, monitora e incentiva as empresas por meio da interação entre os sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle (IBGC, 2019). As empresas adotam estruturas com boas práticas de governança corporativa para alinhar os interesses das partes, incluindo maior transparência de suas ações em relação aos direitos dos acionistas, postura ética na resolução de conflitos, e criação de conselho de administração para representar eficientemente os acionistas e os gestores (Shleifer & Vishny, 1997).

O objetivo das boas práticas de governança corporativa é recomendar pontualmente os princípios básicos da relação, a fim de alinhar os interesses para otimizar o valor econômico de longo prazo da empresa, ao facilitar o acesso a recursos e contribuir com a qualidade da gestão. A adequada adoção dos princípios básicos de Governança Corporativa transforma os conflitos de agência em um ambiente confiável internamente e nas relações com terceiros (Camilo et al., 2012). Na Figura 1, encontra-se os princípios básicos de Governança Corporativa propostos pelo IBGC.

FIGURA 1 – PRINCÍPIOS BÁSICOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

PRINCÍPIOS	DESCRIÇÃO
Transparência	Disponibilizar às partes interessadas informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização.
Equidade	Tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (<i>stakeholders</i>), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.
Prestação de Contas (<i>accountability</i>)	Prestar contas da atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.
Responsabilidade Corporativa	Zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas,

	levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional etc.) no curto, médio e longo prazos.
--	--

FONTE: Adaptado de IBGC (2019).

A Governança Corporativa previne e gerencia eficientemente a empresa, por meio de órgãos como Conselho de Administração (*board*), Auditoria Externa e Conselho Fiscal, a fim de evitar conflitos e maximizar o valor da empresa (Klapper & Love, 2004). A qualidade da Governança se refere à eficiência dos mecanismos na redução dos conflitos de agência (Correia, Amaral & Louvet, 2011). Outra forma de se originar problemas de agência é por meio das relações políticas, que podem ser ainda mais preocupantes no âmbito político-legal, justamente por acrescentar mais um interesse na empresa, o do governo (Infante & Piazza, 2014; Weymer & Castor, 2009).

Estudos demonstram que adotar as melhores práticas de Governança Corporativa pode aumentar o desempenho empresarial da empresa (Aguilera, Jackson & 2003; Andrade, Salazar, Calegário & Silva, 2009; Almeida et al., 2017); e também pode aumentar o valor de mercado delas (Shleifer & Vishny, 1997; La Porta et al., 1998; Claessens & Fan, 2002).

Andrade, Salazar, Calegário e Silva (2009) encontraram que a composição do conselho tem mais influência direta no valor de mercado das empresas do que no desempenho delas. Almeida et al. (2017) analisaram a relação entre as práticas de GC e o desempenho das empresas do setor de construção, e os resultados demonstram que o índice de governança corporativa influencia positivamente o desempenho empresarial – econômico (ROE), operacional (Ebtida/Ativo) e de valor (Q de Tobin).

Na pesquisa de Klapper e Love (2004) foi realizada uma comparação entre a qualidade da governança corporativa e o valor de mercado de empresas, abrangendo 14 países emergentes. Utilizaram um índice de governança corporativa criado pelo banco Credit Lyonnais Securities Asia [CLSA], contemplado por 57 questões qualitativas. Os resultados evidenciam que as práticas de governança corporativa estão correlacionadas com o desempenho e o valor de mercado das companhias analisadas.

Portanto, o estudo realizado por Silveira, Barros e Famá (2006) analisou o efeito da governança corporativa sobre o valor de mercado de 154 empresas brasileiras de capital aberto, referente ao ano de 2002. Utilizando um índice complexo de práticas de governança, concluíram que a qualidade da governança corporativa tem efeito positivo e significativo sobre o valor de mercado das empresas.

Por fim, Caixe e Krauter (2014) abordaram o período temporal de 2002 a 2010, ao relacionar a adoção de boas práticas de governança corporativa com o valor de mercado das 233 empresas brasileiras analisadas. Os resultados indicam que empresas que participaram, em algum momento, de um dos três níveis de governança corporativa, demonstraram um aumento em seu valor de mercado em relação às empresas no segmento tradicional.

2.3 VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS

As principais métricas utilizadas na literatura para mensurar o valor de mercado das empresas são o *Q de Tobin* e o *Market-to-book*. O *Q de Tobin* surgiu da teoria monetária numa abordagem de equilíbrio geral. A priori, o sistema proposto por Tobin (1969) contemplava quatro equações: (i) definição da riqueza, soma do valor real do estoque de capital existente e a oferta real de moeda; (ii) razão “q”; (iii) preço de oferta de capital; e (iv) rentabilidade de retenção de moeda. A partir destes modelos, a razão “q” é trazida à tona e permeia entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição dos ativos. A interpretação consiste em “q>1” quando o valor de mercado for maior que o custo de reposição, sabe-se que deverá haver retorno ao se investir; e “q<1” para quando a empresa deve se abster de realizar o investimento (Kammler & Alves, 2009)

Para Martinez (1999), o valor de mercado da empresa deve ser estabelecido durante o processo de negociação, em que ambas as partes se satisfaçam com o valor. Não existe um valor “certo” para se fazer negócio, por se tratar de decisões subjetivas e únicas. A mensuração do *Q de Tobin* se dá pelo cálculo a seguir.

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Valor de Mercado das Dívidas}}{\text{Valor de Reposição dos Ativos}}$$

Em consonância, a variável *Market-to-book* visa expressar o valor de mercado da empresa considerando as ações pelo valor do patrimônio líquido escritural (Fan et al., 2007; Jiang, 2008). A composição do índice escolhido se dá pelo valor de mercado das ações dividido pelo ativo total.

$$\text{Market} - \text{to} - \text{book} = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações}}{\text{Ativo Total}}$$

O *market-to-book* utilizado na pesquisa foi coletado na base de dados *Thomson Reuters*[®], e conforme informações da própria base, refere-se à capitalização de mercado da empresa, e é mensurado por meio da soma do valor de mercado para todos os tipos de ações relevantes no nível de emissão. O cálculo do valor de mercado no nível de emissão é composto pela multiplicação do tipo de ações solicitadas pelo último preço de fechamento. Dessa forma, abrange todos os tipos de ações padrão, *free float* e em circulação.

2.4 HIPÓTESES DA PESQUISA

Ao analisar os estudos científicos que abordam a temática proposta no presente trabalho, tratando de verificar os efeitos das conexões políticas no valor de mercado das empresas, os resultados indicam uma relação consolidada na literatura, sendo a mesma positiva e significativa.

Na pesquisa de Goldman et al. (2008) foi encontrada uma relação positiva e significativa no preço das ações das empresas dos Estados Unidos da América após o anúncio da nomeação de um indivíduo politicamente conectado para a *board* da empresa. Já no trabalho de Ang et al. (2013), que analisou as empresas de Singapura, encontrou-se evidências de que conselheiros politicamente conectados em empresas de setores regulamentados têm um impacto positivo e significativo no valor de sua empresa.

Ao analisar as empresas da Indonésia, Bandiyono (2019) verificou que as conexões políticas têm efeito significativo e positivo sobre o valor de mercado das empresas. Por fim, o trabalho de Camilo et al. (2012) analisou, exclusivamente, as conexões políticas das empresas brasileiras em relação valor de mercado e encontrou uma relação positiva e significativa sobre o valor de mercado. Diante do exposto, espera-se que também exista uma relação significativa e positiva entre as variáveis de conexões políticas e valor de mercado das empresas, como observado na literatura, formulando a primeira hipótese da pesquisa:

H1 – Há relação significativa e positiva entre Conexões Políticas e Valor de Mercado em empresas brasileiras que negociam na B3.

A literatura científica internacional sobre governança corporativa retrata que governança corporativa possui um efeito positivo e significativo sobre o valor de mercado das empresas. No trabalho de Klapper e Love (2004), ao analisarem 14 países emergentes, concluíram que as práticas de governança corporativa estão correlacionadas ao valor de

mercado das companhias analisadas. A pesquisa de Ammann et al. (2011) analisou essa relação em 22 países desenvolvidos, encontrando uma relação forte e positiva entre governança corporativa e o valor de mercados das empresas. Sobretudo, o trabalho de Ararat et al. (2017) verificou essa relação nas empresas turcas, encontrando uma relação significativa e positiva entre as variáveis.

Ao ambiente brasileiro, têm-se evidências na literatura da relação existente entre governança corporativa e valor de mercado. No estudo de Silveira, Barros e Famá (2006) foi possível verificar que a qualidade da governança corporativa possui um efeito positivo e significativo sobre o valor de mercado das empresas. Já na pesquisa de Caixe e Krauter (2014), encontrou-se uma relação positiva entre a adoção de boas práticas de governança corporativa e o aumento no valor de mercado das empresas brasileiras.

Por fim, Almeida et al. (2017) puderam concluir que as práticas de governança corporativa afetam positivamente o valor de mercado das empresas. Dessa forma, considerando o ambiente institucional brasileiro, que se encontra em desenvolvimento, espera-se que práticas de governança corporativa tenha efeitos positivos e significantes no valor de mercado, portanto, formula-se a segunda hipótese da pesquisa a ser testada:

H2 – Há relação significativa e positiva entre Governança Corporativa e Valor de Mercado em empresas brasileiras que negociam na B3.

Com relação ao intuito da pesquisa, em verificar o efeito proporcionado pela interação existente entre as variáveis, considera-se o estudo de Bandiyono (2019) que buscou verificar essa relação existente entre as variáveis conexões políticas e governança corporativa nas sobre o valor de mercado das empresas da Indonésia, encontrando efeitos positivos e significativos em todas as relações propostas em sua pesquisa

Portanto, embora os estudos precedentes demonstrem relações positivas e significativas nas hipóteses individuais de conexões políticas e valor de mercado e de governança corporativa e valor de mercado, espera-se que o mesmo aconteça quando ocorrer a interação entre as mesmas. Dessa forma, a intuição para a formulação da terceira hipóteses é de que a força das conexões políticas possua potencial para aumentar sua significância quando interagida com a variável de governança corporativa e, conseqüentemente, incrementar o valor de mercado das empresas. Portanto, defende-se a hipótese que:

H3 – Há relação significativa e positiva na interação entre Governança Corporativa e Valor de Mercado em empresas brasileiras que negociam na B3.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo apresenta a estratégia de investigação adotada para alcançar os objetivos propostos e obter os resultados da pesquisa. Inicialmente, tem-se a delimitação da população, a amostra utilizada no estudo, e apresenta-se os procedimentos econométricos. Em seguida, encontra-se a descrição da variável dependente, Valor de Mercado; das variáveis de interesse da pesquisa, Conexões Políticas e Governança Corporativa; e das variáveis de controle. Por fim, são apresentados os modelos estatísticos propostos. A presente pesquisa se caracteriza como empírica, com inferência estatística.

3.1 DELIMITAÇÃO DA AMOSTRA

A amostra é constituída pelas empresas não financeiras que negociaram ações na Brasil Bolsa Balcão (B³) no período de 2010 a 2018, por meio de oferta pública de ações. As empresas financeiras não são contempladas no estudo por apresentarem características particulares quanto a mensuração das variáveis contábeis utilizadas neste estudo. A escolha pelo período de análise é amparada pela convergência das demonstrações contábeis às normas internacionais IFRS (*International Financial Reporting Standards*) a partir de 2010, que padronizou os demonstrativos e concedeu maior confiança para análise comparativa, até 2018, último ano disponível para o processo de execução do presente trabalho.

No intuito de reduzir os efeitos do viés de seleção, foram catalogadas na base de dados *Thomson Reuters*[®] todas as empresas listadas na B³ no período de cobertura deste estudo, sendo reportadas 369 empresas. Foram eliminadas as empresas que não apresentaram informações sobre a composição do Conselho de Administração e Diretorias, tais como nome dos membros, o que impedia a constituição da variável de interesse desta pesquisa, as conexões políticas. Portanto, a amostra final do estudo compreende 246 empresas, como evidencia a Tabela 1.

TABELA 1 – SELEÇÃO DA AMOSTRA DA PESQUISA

Amostra	Número de empresas	Percentual
Amostra não financeira	369	100,00%
(-) Ausência de informações	-123	33,33%
Amostra final	246	66,67%

FONTE: Elaborado pela autora.

As empresas que compõem a amostra final foram categorizadas nos nove setores reportados pela B³, como sintetiza a Tabela 2. Os setores de consumo cíclico, industriais e de utilidades podem ser considerados os mais representativos na amostra ao compreender respectivamente 21%, 20% e 19% das empresas.

TABELA 2 – DISTRIBUIÇÃO DAS EMPRESAS NOS SETORES

Setores	Número de Empresas	Percentual
Consumo cíclico	51	21%
Consumo não cíclico	32	13%
Energia	10	4%
Industriais	49	20%
Materiais básicos	31	13%
Saúde	13	5%
Tecnologia	8	3%
Telecomunicação	5	2%
Utilidades	47	19%
Total	246	100%

FONTE: Elaborado pela autora.

3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.2.1 Variável dependente

A presente pesquisa utiliza-se do *Q de Tobin* e do *Market-to-book* para captar o valor de mercado das empresas. O *Q-Tobin* é calculado pelo valor de mercado das ações somado a dívida contábil, dividido pelo valor contábil do ativo total. A métrica é recorrente entre estudos que captam a relação entre governança corporativa e valor de mercado (Silveira et al., 2003; Silveira et al., 2006; Ammann, Oesch, Schmid, 2011; Kusnadi, 2011; Leung, Cheng, 2013; Connellya, Limpaphayomb, Nguyend, Tran, 2017; Li, Zaiats, 2017; Ararat, Black, Yurtoglu, 2017; Aggarwal, Schloetzer, Williamson, 2019; Jara, López-Iturriaga, San-Martín, Saona, 2019); e conexões políticas e valor de mercado (Claessens et al., 2008; Camilo et al., 2012; Ang et al., 2013; Banerji, Duygun, Shaban, 2016; Chen, Li, Luo, Zhang, 2017; Maaloul, Chakroun, Yahyaoui, 2018)

De forma análoga, estudos anteriores também recorrem ao *Market-to-book* como instrumento para captar o valor de mercado das empresas (Goldman et al., 2008; Camilo et al., 2012; Dicko e Khemakhem, 2015; Silva et al., 2018; Wang, Xua, Zhanga, Shu, 2018; Liu, Lin,

Wu, 2018; Jara et al., 2019; Bandiyono, 2019). A Tabela 3 sintetiza as variáveis utilizadas para captar o valor de mercado das empresas.

TABELA 3 – VARIÁVEL DEPENDENTE: VALOR DE MERCADO

Variáveis	Sigla	Mensuração	Fonte
Q de Tobin	QTobin	$\frac{\text{Valor de mercado das ações} + \text{dívida contábil}}{\text{ativo total}}$	Silveira et al. (2003); Claessens et al. (2008); Goldman et al. (2008); Camilo et al., 2012; Shen et al. (2015); Wang et al. (2018); Jara et al., 2019
Market-to-book	MTB	$\frac{\text{Valor de mercado das ações}}{\text{Ativo total}}$	

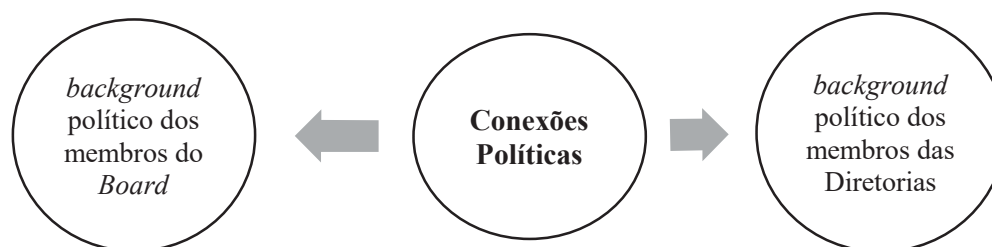
FONTE: Elaborado pela autora.

3.2.2 Variáveis de interesse

3.2.2.1 Conexões Políticas

A literatura apresenta formas alternativas para captar as conexões políticas que tangenciam as doações financeiras às campanhas eleitorais (Claessens et al., 2008); os investimentos em lobby (Hojnacki & Kimball, 2001); a participação do governo na estrutura de propriedade (Lazzarini, 2011); ou a atuação de políticos ou ex-políticos como membros do conselho de administração (Faccio, 2006). Nesta pesquisa, adota-se esta última forma de mensuração, conforme classificação proposta por Faccio (2006). Para a autora as empresas são consideradas conectadas politicamente ao governo quando um dos seus principais executivos (CEO, presidente, vice-presidente), ou um dos seus maiores acionistas é, ou foi, membro do parlamento, ministro, ou possui um relacionamento próximo com algum partido político ou com um político em si.

Para o contexto brasileiro, considerou-se uma proposta mais restrita de forma a captar a atuação profissional dos membros do Conselho de Administração e das Diretorias. Desta forma, procedeu-se pela análise dos currículos dos gestores empresariais no intuito de captar a experiência profissional no poder executivo ou legislativo das esferas federal e/ou estadual. Destaca-se que neste trabalho, as conexões políticas são também denominadas como background político dos gestores devido a análise curricular procedente. A Figura 2 sintetiza a formação da variável de interesse: conexões políticas.

FIGURA 2 – CAPTAÇÃO DAS CONEXÕES POLÍTICAS POR *BACKGROUND* POLÍTICO

FONTE: Elaborado pela autora.

Para identificar as conexões políticas das empresas, consultou-se a base de dados *ComDinheiro*[®] no intuito de para acessar a listagem dos membros do Conselho de Administração e Diretorias das empresas, entre 2010 e 2018. O rol é composto por nome, CPF, cargo ocupado dentro da empresa e um currículo resumido dos gestores, também disponível pelas empresas no Formulário de Referência da B³, e a designação de membros dos conselhos de administração entre (i) *Chief Executive Officer* (CEO); (ii) membros do Conselho de Administração; (iii) demais Diretorias. Segmentou-se o Conselho de Administração entre presidente (*chairman*) e os demais membros, considerando a alta responsabilidade de decisão do presidente em relação aos demais (Fan et al., 2007).

Com a listagem e informações a respeito dos membros do Conselho de Administração e das Diretorias, classificou-se os gestores das empresas por cargo exercido, examinando os currículos para identificar a atuação profissional nas esferas federal e estadual do governo brasileiro. Nos casos em que haviam ausência de informações, recorreu-se à base *BoardEx*[®] e à rede social profissional *LinkedIn*[®] dos gestores, quando disponível. Na ausência de informações sobre a experiência profissional dos gestores considerou-se com não conectado.

Considerando o período de análise da presente pesquisa que compreende nove anos (2010 a 2018), analisou-se, primeiramente, os currículos dos gestores referentes ao ano de 2010, classificando-os como “conectados politicamente” em situação em que haviam indícios de atuação política por parte do gestor, e como “não conectados politicamente” para situação em

que isso não ocorria. Dessa forma, a análise compreendeu a mensuração da *proxy* de Conexões Políticas por uma variável *dummy*, sendo igual a 1 se, pelo menos um membro pudesse ser considerado conectado politicamente e 0, caso contrário.

Na sequência, a análise dos currículos de gestores referentes ao ano de 2010 foi confrontada com a listagem do ano seguinte, 2011, e analisou-se os novos currículos de gestores que não constavam anteriormente. Portanto, uma vez que o indivíduo foi considerado conectado politicamente, assim ele permanece até o final da análise. Essa técnica de confrontação foi utilizada durante todo período de análise, resultando em 39.218 currículos analisados, sendo 14.174 referentes aos membros do Conselho de Administração (*board*) e 25.044 referentes aos membros das Diretorias.

A segmentação utilizada para a análise dos currículos contribuiu para, conjuntamente, constituir a variável de interesse da pesquisa, Conexões Políticas. A presente pesquisa propõe a variável Conexão Política Geral, abrangendo tanto os membros do Conselho de Administração e Diretorias. A *proxy* utilizada é uma variável *dummy* e sua mensuração encontra-se descrita na Tabela 4.

TABELA 4 – COMPOSIÇÃO DA VARIÁVEL DE CONEXÕES POLÍTICAS

Variável	Sigla	Mensuração	Fonte
Conexão Política	CPGeral	igual a 1 se, ao menos, um membro do <i>board</i> ou das diretorias for considerado conectado politicamente, 0 caso contrário.	Faccio (2006)

FONTE: Elaborada pela autora.

3.2.2.2 Governança Corporativa

Para a mensuração da variável de interesse da pesquisa, Governança Corporativa, utilizou-se duas *proxies*: (i) a listagem das empresas pertencentes aos segmentos de Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 da B³ Brasil Bolsa Balcão, representada por “Gov_Seg”; e (ii) o pilar de Governança Corporativa do indicador ESG (*Environmental, Social and Governance*) *Score* da base de dados *Thomson Reuters*[®], tratada nesta pesquisa como “Gov_Pillar”

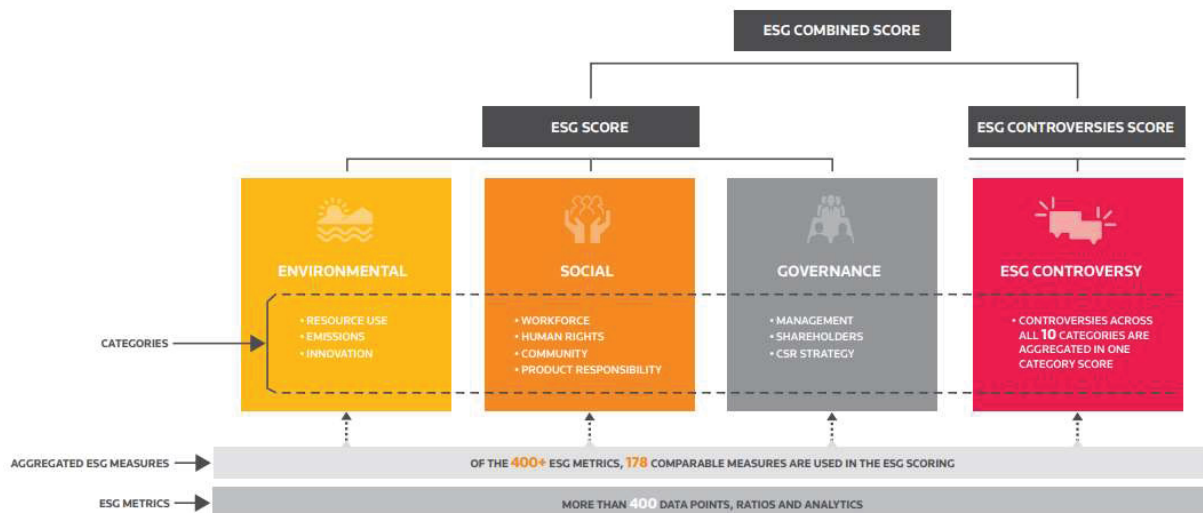
A primeira *proxy* para Governança Corporativa foi mensurada por meio da classificação das empresas nos segmentos da B³, sendo o Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. O segmento do Novo Mercado teve sua primeira listagem em 2002 e se tornou “padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital” (B³, 2019). A

exigência para se enquadrar no segmento considera empresas que emitem apenas ações com direito a voto, as chamadas ações ordinárias (ON).

O Nível 2 de Governança Corporativa permite que as empresas mantenham ações preferencias (PN) e, em casos específicos de venda do controle da empresa, um *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias (ON) do acionista controlador. Enquanto o Nível 1 prioriza a adoção de maior transparência e acesso às informações relatadas aos investidores, contendo empresas que divulgam, voluntariamente, informações além das obrigatórias, exigidas por Lei. Além disso, para o Nível 1 existe uma exigência para que a empresa mantenha, no mínimo, 25% de suas ações em circulação no mercado financeiro.

Para a mensuração da variável de Governança Corporativa, representada pelas empresas listadas dos segmentos da B³, que compõem o “GC_Seg”, utilizou-se de uma variável *dummy* para ser computada na pesquisa. Dessa forma, considerou-se 1 para empresas enquadradas no segmento de Novo Mercado ou Nível 2 de Governança Corporativa, e 0 para as empresas que não constavam na listagem da B³ ou que pertenciam ao Nível 1, conforme utilizado em Silveira, Barros & Famá, 2006. A Governança Corporativa foi, ainda, mensurada por meio de uma segunda *proxy*, representada pelo indicador *ESG Score*. O indicador *ESG Score* da Thomson Reuters[®] é composto por 10 categorias e realiza uma mensuração dos pilares de desempenho ambiental, social e de governança da empresa com base nos dados relatados em domínio público. Por meio dessa métrica, é possível fornecer dados para a formulação de outros indicadores, como o *ESG Combined Score*, que é a resultante do *ESG Score* com o *ESG Controversies Score* (Thomson Reuters, 2019), demonstrado na Figura 3.

FIGURA 3 – COMPOSIÇÃO DO ESG SCORE



FONTE: Thomson Reuters (2019).

A metodologia de pontuação percentual do índice *ESG Score* é calculada pelas 10 pontuações das categorias e a pontuação do *ESG Controversies*. Para isso, utiliza-se de três fatores: (i) quantidade de empresas piores que a atual; (ii) quantidade de empresas com o mesmo valor; e (iii) quantidade de empresas com um valor. Essa pontuação é feita com base na classificação das empresas, não sendo sensível aos valores discrepantes; portanto, o desvio padrão médio das pontuações percentuais não é excessivamente útil (Thomson Reuters, 2019).

A pontuação de cada categoria é a soma ponderada de todos os indicadores relevantes criado para cada setor. O cálculo dos pesos normalizados exclui os indicadores quantitativos que não possuem dados disponíveis ao domínio público, para evitar atribuir um valor padrão impreciso, quando o mesmo não se encontra relatado pela empresa (Thomson Reuters, 2019). Na Equação abaixo apresenta-se a composição da fórmula de cálculo do *ESG Score*.

$$Score = \frac{n. de emp. com pior valor + \frac{n. de emp. com o mesmo valor incluído no valor corrente}{2}}{n. de emp. com algum valor}$$

O resultado do índice *ESG Score* pode ser interpretado com base no *ranking* fornecido pela *Thomson Reuters*[®], como consta na Tabela 5.

TABELA 5 – INTERPRETAÇÃO DO ESG SCORE

		Score Range		Grade	
0,0000	<=	score	<=	0,0833	D-
0,0833	<	score	<=	0,1667	D
0,1667	<	score	<=	0,2500	D+
0,2500	<	score	<=	0,3333	C-
0,3333	<	score	<=	0,4167	C
0,4167	<	score	<=	0,5000	C+
0,5000	<	score	<=	0,5833	B-
0,5833	<	score	<=	0,6667	B
0,6667	<	score	<=	0,7500	B+
0,7500	<	score	<=	0,8333	A-
0,8333	<	score	<=	0,9167	A
0,9167	<	score	<=	1,0000	A+

FONTE: Thomson Reuters (2019).

Dessa forma, as 10 categorias que compõem o *ESG Score* são subdivididas em 3 pilares: Ambiental, Social e Governança, criando assim um indicador *ESG Score* final. No entanto, o presente estudo concentra-se em analisar apenas o pilar de Governança, sendo que os pilares Ambiental e Social não fizeram parte do objeto de interesse do estudo e representavam cerca de 70% da composição final do indicador. Dessa forma, entendeu-se que esse efeito poderia distorcer os resultados, não agregando efeito específico ao pilar de Governança. Portanto, a pesquisa utilizou o *Governance Pillar* que compõe 30% do *ESG Score*, como mostra a Figura 4.

FIGURA 4 – CATEGORIAS DO ESG SCORE



FONTE: Thomson Reuters (2019).

O *Governance Pillar* do *ESG Score* mensura os sistemas e processos das empresas com a finalidade de garantir que os conselheiros e executivos tomem decisões respeitando o interesse de seus acionistas no longo prazo. Assim, o pilar de Governança “reflete a capacidade de uma empresa, por meio do uso das melhores práticas de gestão, de dirigir e controlar seus direitos e responsabilidades por meio da criação de incentivos, além de freios e contrapesos, a fim de gerar valor para o acionista a longo prazo” (Thomson Reuters, 2019).

Para o presente estudo, considerando que o objetivo do trabalho consiste em analisar, estritamente, a governança corporativa das empresas, considerou-se apenas o *Governance Pillar* do índice. A Tabela 6 apresenta as formas de mensuração das variáveis de Governança Corporativa utilizadas na pesquisa.

TABELA 6 – VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Variável	Sigla	Mensuração
Governança Corporativa	Gov_Pillar	<i>Governance Pillar</i> do indicador <i>ESG (Environmental, Social and Governance) Score</i>
	Gov_Seg	<i>Dummy</i> : igual a 1 se a empresa se encontra listada no segmento de Novo Mercado ou Nível 2; e 0 caso pertença ao Nível 1 ou não possua Governança Corporativa.

FONTE: Elaborado pela autora.

3.2.3 Variáveis de Controle

Para controlar os efeitos da governança corporativa e das conexões políticas no valor de mercado das empresas utilizou-se das variáveis: tamanho das empresas, alavancagem, tangibilidade, lucratividade, crescimento, liquidez, *payout* e *impeachment*.

- Tamanho: o tamanho da empresa é captado pelo logaritmo natural do Ativo Total. O tamanho da empresa pode afetar diretamente seu valor de mercado frente aos investidores, visto que estudos anteriores demonstraram uma relação positiva entre tamanho da empresa e a qualidade da governança (Silveira, Barros & Famá, 2004; Silveira, Barros & Famá, 2006).

- Alavancagem: representa a razão entre o valor total das dívidas, de curto e longo prazo; e o ativo total. A alavancagem financeira busca controlar o risco da empresa e seu impacto no valor de mercado, uma vez que modifica a estrutura de capital da empresa (Ang, Ding & Thong, 2013).

- Tangibilidade: a tangibilidade representa a composição dos ativos da empresa, sendo mensurado por meio do ativo imobilizado somado aos estoques em relação aos ativos totais. A variável visa controlar o efeito no valor de mercado da empresa (Shen et al., 2015).

- Crescimento: representa a oportunidade de crescimento da empresa e é captada pelo ciclo de comércio líquido. A mensuração ocorre pela soma do estoque médio (dias) e do período médio de coleta de recebíveis (dias) menos o período médio de pagamento de contas a pagar (dias) do período fiscal. As empresas que apresentam maiores oportunidades de crescimento tendem a apresentar equivalente efeito no valor de mercado.

- Liquidez: a liquidez das ações representa as negociações existentes em cada empresa, o quão rápido a ação pode se tornar dinheiro. Essa variável é mensurada pelo volume de negociação que a ação obteve durante o ano e é calculada pela *Thomson Reuters*[®].

○ *Payout*: representa os dividendos declarados, mas ainda não pagos aos acionistas, para ações ordinárias e preferenciais. Normalmente, o passivo é reconhecido pelas empresas quando declarados pelo conselho de administração, mesmo estando sujeitos à aprovação dos acionistas.

○ *Impeachment*: segmenta o horizonte de análise, desta pesquisa, entre o período anterior e posterior ao processo de *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff, ocorrido em 2016. Para tanto, utilizou-se de uma variável *dummy* que atribui o valor de 1 para os anos de 2016 a 2018 e 0 para os anos de 2010 a 2015. O processo de *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff culminou na ruptura institucional (Dos Santos, 2017) que influenciou na volatilidade das ações das empresas listadas na B³, bem como promoveu um ambiente de instabilidade política e econômica que pode influenciar a valorização das empresas brasileiras. Além disto, os processos de alternância governamental também podem impactar na formação e na estabilidade das conexões políticas (Cui, Hu, Li & Meyer, 2018; Wellman, 2017). Por estas razões, faz-se necessário controlar essas rupturas por meio da variável *dummy*.

A Tabela 7 dispõe das variáveis de controle utilizadas na pesquisa.

TABELA 7 –DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Variáveis de Controle			
Variável	Sigla	Mensuração	Fonte
Tamanho	Tam	Logaritmo natural do Ativo Total	Silveira et al. (2003); Inoue, Lazzarini e Musacchio (2013); Dicko e Khemakhem (2015);
Alavancagem	Alav	(Dívidas de curto e longo prazo) / (Ativo total)	Claessens et al. (2008); Camilo et al. (2012); Ang et al. (2013); Shen et al. (2015); Wang et al. (2018); Aggarwal et al., 2019
Tangibilidade	Tang	(Ativo imobilizado + estoques) / (Ativo total)	Silveira et al. (2006); Claessens et al. (2008); Shen et al. (2015)
Crescimento	Cres	(Estoque médio + Recebimento das vendas) – (Contas a pagar)	Silveira et al. (2006); Wang et al. (2018)
Liquidez	Liq	Volume de negociação da ação durante o ano	Silveira, et al. (2003); Silveira et al. (2006)
<i>Payout</i>	Payout	Dividendos pagos por ações sobre o lucro líquido por ação ao final do período	Silveira et al. (2006)
<i>Impeachment</i>	Impech	Variável <i>dummy</i> para os anos de 2016, 2017 e 2018	Cui et al. (2018); Wellman (2017)

FONTE: Elaborado pela autora.

3.4 MODELOS PROPOSTOS

Com o intuito de atender aos objetivos propostos na pesquisa foram evidenciados 10 modelos econométricos para captar os efeitos das: (i) conexões políticas [CPGgeral] no valor de mercado [MTB e QTobin]; (ii) governança corporativa [Gov_Pillar e Gov_Seg] no valor de mercado [MTB e QTobin]; e os (iii) da interação entre governança corporativa [Gov_Pillar e Gov_Seg] e conexões políticas [CPGgeral] no valor de mercado [MTB e QTobin] das empresas listadas na B³. Apresenta-se, a seguir, os modelos propostos.

Modelo 1 e 2: Conexões Políticas e Valor de Mercado

O modelo 1 tem como objetivo verificar os efeitos decorrentes da conexão política no valor de mercado, mensurado pelo *Market-to-book*. O modelo 2 identifica os efeitos das conexões políticas no valor de mercado, mensurado pelo Q de Tobin. Os modelos (1) e (2) correspondem à Hipótese 1 da pesquisa que sugere a existência de uma relação significativa e positiva entre conexões políticas e valor de mercado em empresas.

$$MTB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CPG_{i,t} + \beta_{2-8} Contro_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$QTobin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CPG_{i,t} + \beta_{2-8} Contro_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Em que:

$MTB_{i,t}$ corresponde ao *Market-to-book*, variável dependente; $QTobin_{i,t}$ é o *Q de Tobin*, variável dependente; $CPG_{i,t}$ são as Conexões Políticas, variável de interesse; $Contro_{i,t}$ são as variáveis de controle da equação [Tamanho, Alavancagem, Tangibilidade, Crescimento, Liquidez, *Payout e Impeachment*] e $\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro da regressão.

Modelo 3, 4, 5 e 6: Governança Corporativa e Valor de Mercado

O modelo 3 verifica o efeito da governança corporativa, captada pelo *Governance Pillar*, no valor de mercado das empresas, mensurado pelo *Market-to-book*. O modelo 4 verifica o efeito do *Governance Pillar* no valor de mercado das empresas, mensurado pelo Q de Tobin. O modelo 5 averigua o efeito da Governança Corporativa representada pelos segmentos de listagem da B³ no valor de mercado, mensurado pelo *Market-to-book*. O modelo 6 averigua o efeito da Governança Corporativa representada pelos segmentos de listagem da B³ no valor de

mercado, mensurado pelo *Q de Tobin*. Os modelos (3), (4), (5) e (6) correspondem à hipótese 2, que sugere uma relação significativa e positiva entre governança corporativa e valor de mercado em empresas brasileiras.

$$MTB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_Pillar_{i,t} + \beta_{2-8} Controlo_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$QTobin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_Pillar_{i,t} + \beta_{2-8} Controlo_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$MTB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_Seg_{i,t} + \beta_{2-8} Controlo_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$QTobin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_Seg_{i,t} + \beta_{2-8} Controlo_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Em que:

$MTB_{i,t}$ é o *Market-to-book*, variável dependente; $QTobin_{i,t}$ é o *Q de Tobin*, variável dependente; $GOV_Pillar_{i,t}$ é o *Governance Pillar* do *ESG Score*, variável independente; $GOV_Seg_{i,t}$ são os segmentos de listagem da B³, variável independente; $Controls_{i,t}$ são as variáveis de controle da equação [Tamanho, Alavancagem, Tangibilidade, Crescimento, Liquidez, *Payout e Impeachment*] e $\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro da regressão.

Modelo 7, 8, 9 e 10: Interação entre Conexões Políticas e Governança Corporativa no Valor de Mercado

O modelo 7 representa a interação das Conexões Políticas com a Governança Corporativa, representada pelo *Governance Pillar* do *ESG Score*, no valor de mercado das empresas, mensurado pelo *Market-to-book*. O modelo 8 verifica a interação das Conexões Políticas com a Governança Corporativa, representada pelo *Governance Pillar* do *ESG Score*, no valor de mercado das empresas, mensurado pelo *Q de Tobin*. O modelo 9 identifica os efeitos da interação entre Conexões Políticas e Governança Corporativa, mensurada pelos segmentos de listagem da B³, no valor de mercado das empresas, mensurado pelo *Market-to-book*. O modelo 10 verifica os efeitos da interação entre Conexões Políticas e Governança Corporativa, mensurada pelos segmentos de listagem da B³, no valor de mercado das empresas, mensurado pelo *Q de Tobin*. Os modelos (7), (8), (9) e (10) correspondem à hipótese 3 da pesquisa, que sugere a existência da maior intensidade decorrente da interação entre governança corporativa e conexões políticas no valor de mercado de empresas brasileiras.

$$MTB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CPGeneral_{i,t} + \beta_2 GOV_Pillar_{i,t} + \beta_3 (CPGeneral_{i,t} \times GOV_Pillar_{i,t}) + \beta_{4-10} Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$QTobin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CPGeneral_{i,t} + \beta_2 GOV_Pillar_{i,t} + \beta_3 (CPGeneral_{i,t} \times GOV_Pillar_{i,t}) + \beta_{4-10} Controle_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$MTB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CPGeneral_{i,t} + \beta_2 GOV_Seg_{i,t} + \beta_3 (CPGeneral_{i,t} \times GOV_Seg_{i,t}) + \beta_{4-10} Controle_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$QTobin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CPGeneral_{i,t} + \beta_2 GOV_Seg_{i,t} + \beta_3 (CPGeneral_{i,t} \times GOV_Seg_{i,t}) + \beta_{4-10} Controle_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

Em que:

$MTB_{i,t}$ é o *Market-to-book*, variável dependente; $Q_Tobin_{i,t}$ é o *Q de Tobin*, variável dependente; $CPGeneral_{i,t}$ são as Conexões Políticas, variável independente; $GOV_Pillar_{i,t}$ é o *Governance Pillar* do *ESG Score*, variável independente; $GOV_Seg_{i,t}$ são os segmentos de listagem da B3, variável independente; $Controle_{i,t}$ são as variáveis de controle da equação [Tamanho, Alavancagem, Tangibilidade, Crescimento, Liquidez, *Payout e Impeachment*] e $\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro da regressão.

3.3 PROCEDIMENTOS ECONOMETRÍCOS

Para testar os efeitos das conexões políticas e da governança corporativa no valor de mercado das empresas utilizou-se da análise de regressão com dados em painel considerando os testes para especificar os modelos adequados ao conjunto de dados. A escolha pelo método se justifica nas características da amostra, considerando que o agrupamento de dados coletados a serem utilizados no presente estudo contempla uma dimensão transversal e temporal, uma vez que a amostra da empresa ($i = 1, 2, 3, \dots, 246$) será analisada ao longo do tempo ($t = 2010, 2011, \dots, 2018$). Esse tipo de dado, observado ao longo do tempo em série temporal e ordenado em corte transversal, é reconhecido na literatura como dados em painel ou dados longitudinais (Wooldridge, 2010).

Os dados em painel, ou longitudinais, buscam obter uma série temporal para cada componente do conjunto de dados, que sempre continuará sendo utilizada e coletada (Wooldridge, 2012). O objetivo da análise de dados em painel é verificar o efeito das variáveis

de interesse sobre a variável dependente (Wooldridge, 2010) que, na presente pesquisa, refere-se ao efeito das Conexões Políticas e da Governança Corporativa sobre o Valor de Mercado das Empresas e suas interações.

Para Fávero e Belfiore (2017) a principal vantagem em utilizar tal método de regressão é o estudo das diferenças existentes entre o fenômeno analisado e os indivíduos de cada *cross-section*, observando a evolução temporal para cada indivíduo, uma vez que os dados são fornecidos em diferentes períodos, e não em um único instante, possibilitando a inferência de causalidade com maior precisão.

O método de análise de dados em painel pode ser considerado balanceado quando $T_1 = T_2 = T_3 = T_n$, ou seja, quando todas as observações das empresas ao longo do tempo estiverem disponíveis para coleta. Contudo, também podem ser considerados desbalanceados, ou não-balanceados, para casos em que as observações são iguais a $\sum_i T_i$, isto é, as informações de determinada empresa em algum período da análise são inconsistentes e ausentes (Fávero & Belfiore, 2017). No presente estudo, trabalha-se com painel de dados desbalanceado, o que não prejudica a análise dos resultados encontrados.

Os modelos de análise contemplam os efeitos fixos e aleatórios. Os parâmetros para estimar os efeitos fixos indicam a existência de uma relação entre as variáveis de interesse e a variável dependente. Para os efeitos aleatórios, pressupõe-se um compilado de variáveis de interesse e termos aleatórios não observados (Fávero & Belfiore, 2017). O *software* utilizado para realizar o procedimento estatístico nos dados será o *Stata*[®] versão 15.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na seção de análise dos dados, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa, assim como a frequência das variáveis *dummies* e os resultados dos modelos das regressões que correspondem às hipóteses do estudo.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS

4.1.1 Estatística descritiva

Ao observar a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa pode-se inferir que a quantidade de observações não é constante para todas as variáveis. Isso ocorre por conta da variável de Governança Corporativa, representada pelo *Governance Pillar* do *ESG Score*, que possui menos informações quando comparado aos seus pares. O valor mínimo de observações foi de 1.756 e o valor máximo perfaz 2.223 observações na amostra.

As variáveis dependentes *Market-to-book* e *Q de Tobin* apresentaram média de 7.056,92 (valor em milhões) e 3,98 e desvio padrão de 27.138,04 (valor em milhões) e 77,62, respectivamente. A variável independente *Governance Pillar* apresentou 11,32 de média e 22,96 de desvio padrão, o que demonstra a variabilidade da amostra. O tamanho das empresas, possui média de 21,26 e desvio padrão de 2,22, indicando uma grande diversidade no tamanho que as empresas da amostra possuem.

De forma geral, pode-se notar na Tabela 8 que as empresas da amostra são alavancadas financeiramente, com uma média de 0,46. Ressalta-se, ainda, que a discrepância nos valores mínimos e máximos da variável de Liquidez é resultante da alta e baixa negociação de algumas ações na bolsa de valores brasileira. Os valores referentes à variável *Market-to-book* estão apresentados em milhões, e na variável Tangibilidade, em decimal. Na Tabela 8 encontram-se as informações referentes à estatística descritiva das variáveis utilizadas.

TABELA 8 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

	Obs	Min	Max	Média	Desvio-Padrão
MTB	2223	0,00	407.228,18	7.056,92	27.138,04
QTobin	2070	0,00	2.564,35	3,98	77,62
Gov_Pillar	2178	0,00	94,38	11,32	22,96
Tam	2070	6,51	27,53	21,29	2,22
Alav	2070	0,00	65,16	0,46	2,44
Tang	2070	0,00	1,00	0,42	0,24

Cresc	1943	-1,00	365,16	0,50	9,19
Payout	2223	0,00	9301	79,32	430,07
Liq	2223	-3,94	3.922,35	34,73	0,12

Nota. Obs: corresponde ao número de observações; Min: correspondente ao valor mínimo; Max: valor máximo.

FONTE: Elaborado pela autora.

Dado que as conexões políticas [CPG_{geral}] e o governança mensurada pela segmentação da B³ [Gov_Seg] foram mensuradas por variáveis *dummy*, nas Tabelas 9 e 10, respectivamente, apresentam-se a distribuição de frequência dessas variáveis.

TABELA 9 – EVOLUÇÃO DAS CONEXÕES POLÍTICAS

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Conectadas	97	106	102	104	102	93	89	86	84
	39%	43%	41%	42%	41%	38%	36%	35%	34%
Não conectadas	150	141	145	143	145	154	158	161	163
	61%	57%	59%	58%	59%	62%	64%	65%	66%
Total	247	247	247	247	247	247	247	247	247

FONTE: Elaborado pela autora.

A distribuição das empresas conectadas permite inferir que há uma redução no uso das redes políticas, pelas empresas abordadas neste testudo, no horizonte de análise. Essa queda acentua-se a partir de 2015, ao atingir 38% das empresas, e alcança 34% em 2018. A evidência pode ser comparada ao período de 2010 a 2014, quando há alternância entre períodos de crescimento e queda no uso das conexões políticas pelas empresas listadas na B3.

A redução no uso das conexões políticas pode ser influenciada por diferentes fatores, como pela instabilidade política, alternância governamental ou mesmo pela adoção de outras formas de estabelecer laços com o governo. Para Cui et al (2018), os sistemas políticos são fatores determinantes para o estabelecimento das redes entre empresas e o governo. Neste escopo, os autores destacam que a instabilidade política resultante da alternância governamental ou mesmo pelas rupturas políticas podem exigir a troca dos gestores conectados.

Ao contexto brasileiro, nota-se que o processo de *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff pode estar associado à redução das redes políticas ao promover a alternância governamental de forma abrupta e conduzir a um ambiente de instabilidade política no país. Nesse cenário, as empresas podem trocar dos gestores conectados aos políticos de outros governos por gestores que tenham influência sobre os governos que foram inseridos na arena política.

Em relação à Governança Corporativa, representada pelos segmentos de listagem da B³ [Gov_Seg], a Tabela 10 apresenta sua frequência.

TABELA 10 – FREQUÊNCIA DA VARIÁVEL GOVERNANÇA CORPORATIVA

Gov_Seg	Frequência	Percentual	Acumulado
0	1,130	64.35	64.35
1	626	35.65	100
Total	1,756	100	

FONTE: Elaborado pela autora.

Nota-se que 626 empresas, correspondente a 35% da amostra, foram classificadas nos diferentes segmentos de governança corporativa propostos pela B³, sendo o Nível 2 ou Novo Mercado. A evidência sugere que a maior parte das empresas da amostra não aderiram à algum nível de governança corporativa proposto pela B³.

Para além da descrição das variáveis, procedeu-se pela elaboração da matriz de correlação, conforme exposto na Tabela 11. Observa-se que as variáveis de interesse, conexão política geral [CPGgeral] e governança corporativa mensurada pelo *ESG Score* [Gov_Pillar], estão correlacionadas, positiva e significativamente, com o valor de mercado das empresas captado pelo *Market-to-book* [MTB]. A relação sugere que as variáveis de interesse, CP Geral e *Gov_Pillar*, podem explicar o comportamento do MTB, e apresenta evidências que sustentam a relação analisada nesta pesquisa. Além disto, destaca-se a correlação entre as variáveis de controle *Impeachment* [Impeach], o tamanho das empresas [Tam] e o *Payout* [Pay]; e o valor de mercado das empresas [MTB]. A significância estatística da relação também sugere que as variáveis podem explicar o comportamento do valor de mercado captado pelo MTB.

TABELA 11 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO

	MTB	QTob	CPG	GovP	GovS	Imp	Tam	Alav	Tang	Cresc	Pay	Liq
MTB	1											
QTob	0.014	1										
CPG	0.171*	-0.029	1									
GovP	0.351*	-0.017	0.326*	1								
GovS	0.009	-0.027	0.161*	0.256*	1							
Imp	0.069*	-0.021	-0.056*	0.059*	0.093*	1						
Tam	0.391*	-0.117*	0.358*	0.519*	0.236*	0.044*	1					
Alav	-0.019	0.035	-0.054*	-0.024	-0.038	0.016	-0.121*	1				
Tang	0.038	-0.025	0.009	-0.040	-0.205*	-0.013	0.073*	-0.034	1			
Cresc	-0.009	-0.006	-0.015	-0.007	-0.020	-0.013	0.004	-0.006	-0.039	1		
Pay	0.510*	-0.007	0.122*	0.206*	-0.056*	-0.008	0.288*	-0.017	0.096*	-0.006	1	
Liq	-0.001	0.000	0.001	0.013	-0.020	-0.001	0.001	-0.001	-0.001	0.016	-0.001	1

Nota. MTB: corresponde à variável de interesse, *Market-to-book*; QTob: corresponde ao *Q de Tobin*; CPG: corresponde à variável de Conexões Políticas Geral; GovP: corresponde ao pilar de governança do *ESG Score*; GovS: corresponde ao segmento de listagem de governança da B3; Imp: corresponde à variável de controle para *Impeachment*; Tam: corresponde ao Tamanho da empresa; Alav: corresponde à Alavancagem; Tang: corresponde à Tangibilidade; Cresc: corresponde ao Crescimento; Pay: corresponde ao *Payout*; Liq: corresponde à Liquidez.

FONTE: Elaborado pela autora.

Nota-se, no entanto, que as variáveis de interesse não estão correlacionadas ao *Q de Tobin* [QTobin], que também é utilizada para mensurar o valor de mercado das empresas. A ausência de associação, por sua vez, evidencia que tanto a governança corporativa quanto as conexões políticas podem não explicar o comportamento do *Q de Tobin*. Comportamento semelhante também é encontrado entre as variáveis de controle, sendo que apenas o tamanho das empresas [Tam], captado pelo ln do ativo total, tem efeito significativo sobre o *Q de Tobin*. Esta relação ainda se demonstra negativa, indicando que quanto maior a empresa menor tende a ser o seu valor de mercado, captado pelo *Q de Tobin*.

Por conseguinte, procede-se pela estimação dos modelos ao estimar as regressões de dados em painel.

4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS DOS MODELOS

4.2.1 Especificação dos modelos

Para verificar se os modelos estatísticos propostos no estudo estão de acordo com os pressupostos da regressão (Fávero & Belfiore, 2017), as equações foram submetidas a testes que verificaram presença de heterocedasticidade, autocorrelação, que determina o uso do método robusto nas regressões, e a preferência ao tipo de teste a ser realizado, ou seja, o teste que melhor se adequa ao modelo proposto. Na Tabela 12, são apresentados os testes estatísticos utilizados para atender e discutir este requisito, bem como as hipóteses pertencentes à cada teste.

TABELA 12 – TESTES DE ESPECIFICAÇÃO

Testes	Descrição
Teste F (ou teste de Chow)	Verifica a preferência pelo método <i>pooled</i> ou efeitos fixos. H0: MQO é preferível ao Efeito Fixo H1: Efeito Fixo é preferível ao MQO
Teste de Breusch-Pagan	Verifica a preferência pelo método <i>pooled</i> ou efeitos aleatórios. H0: MQO é preferível ao Efeito Aleatório H1: Efeito Aleatório é preferível ao MQO

Teste de Hausman	Verifica a preferência do estimador para Efeitos Aleatórios ou Efeitos Fixos. H0: Efeito Aleatório H1: Efeito Fixo
Teste de Wald	Verifica se os resíduos da regressão são homocedásticos ou heterocedásticos. H0: Homocedasticidade H1: Heterocedasticidade
Teste de Wooldridge	Verifica a presença ou não de autocorrelação em série. H0: Não há autocorrelação H1: Há autocorrelação

FONTE: Elaborado pela autora.

A fim de determinar o método estatístico a ser utilizado em cada modelo proposto, as equações foram submetidas ao teste de Chow (ou teste-F), Breusch-Pagan e Hausman, para verificar o método mais adequado entre *Pooled*, Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios. Complementarmente, as equações também foram submetidas ao teste de Wald e de Wooldridge, que procuram verificar a existência de homocedasticidade e autocorrelação, respectivamente. A presença de homocedasticidade indica que a variância do erro não observável é constante. Já a existência de autocorrelação (ou correlação serial) nos modelos significa que os erros estariam correlacionados entre si, sendo necessário a utilização de erros robustos nos modelos estatísticos da pesquisa (Wooldridge, 2016). A Tabela 13 apresenta os resultados dos testes de especificação dos modelos encontrados.

TABELA 13 – TESTES DE ESPECIFICAÇÃO DOS MODELOS

	Teste F	Testes LM de Breusch-Pagan	Teste de Hausman	Teste de Wald	Teste de Wooldridge
Modelo 1	32.28***	3047.29***	25.96***	1.9e+35***	16328***
Modelo 2	11.22***	582.93***	61.52***	2.1e+31***	48.168***
Modelo 3	31.60***	3015.32***	24.49***	1.1e+35***	16426***
Modelo 4	10.58***	495.32***	67.95***	1.3e+31***	47.833***
Modelo 5	46.03***	1879.84***	69.08***	1.5e+34***	8694***
Modelo 6	19.38***	1663.54***	201.25***	3.1e+29***	116.813***
Modelo 7	32.09***	3011.01***	24.26***	2.6e+35***	16.442***
Modelo 8	10.42***	462.67***	64.56***	3.5e+31***	48.366***
Modelo 9	46.31***	1881.26***	50.60***	1.4e+34***	8608***
Modelo 10	19.24***	1667.02***	187.14***	1.3e+29***	117.704***

Nota. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

FONTE: Elaborado pela autora.

Como observado na Tabela 13, todos os testes demonstraram significância estatística ao nível de 1%, portanto não foi encontrada evidências estatísticas fortes para rejeitar cada hipótese

nula. Dessa forma, os testes F, de Breusch-Pagan e de Hausman foram significantes estatisticamente e não encontraram evidências para rejeitar a hipótese nula de que o método por Efeito Aleatório ou Pooled (MQO) fosse preferível ao de Efeito Fixo. O teste de Wald também demonstrou não haver evidências que rejeitasse a hipótese nula de que os resíduos da regressão são homocedásticos, mantendo a variância constante. Já o teste de Wooldridge para verificar a existência de autocorrelação entre os erros, também resultou em significativo estatisticamente para modelos propostos, indicando não haver evidências para rejeitar a hipótese nula de que não exista autocorrelação.

Dessa forma, o Teste F ou Teste de Chow, que identifica significância em ao menos uma das variáveis do modelo, também testou significativo estatisticamente, não apresentado evidência que rejeitasse a hipótese nula, tornando o modelo de dados em painel por meio de Efeito Fixo preferível em relação aos demais, como também demonstra o Teste de Hausman. Além disso, como foi encontrada significância estatística no Teste de Wald, rejeita-se a hipótese nula do teste que sugere que os resíduos das regressões sejam homocedásticos. Na presença de heterocedasticidade a variância dos resíduos não possui um comportamento constante. O Teste de Wooldridge revelou significância estatística de modo que não foi possível rejeitar a hipótese nula de que não exista autocorrelação entre os erros.

Diante aos resultados do teste de Breush e Pagan; teste de Hausman; e o teste de Wald, os modelos propostos adequam-se ao modelo efeitos fixos com erros padrão robustos.

4.2.3 Resultados das regressões

Após averiguar os testes de especificação dos modelos e o atendimento aos pressupostos estatísticos, foi possível determinar a técnica a ser utilizada nas regressões para posterior inferências sobre seus resultados, visando atender os objetivos propostos pela pesquisa.

Os modelos 1 e 2 referem-se aos efeitos das conexões políticas [CPGgeral] no valor de mercado das empresas, representado pelas variáveis *Market-to-book* [MTB] e *Q de Tobin* [Qtobin], respectivamente. Dessa forma, na Tabela 14, apresenta-se os resultados da regressão rodada por dados em painel de Efeitos Fixos com erros robustos para ambos os modelos propostos.

TABELA 14 – REGRESSÕES EM PAINEL COM EFEITO FIXO: MODELOS 1 E 2

Variável dependente	Modelo 1 MTB	Modelo 2 QTobin
---------------------	-----------------	--------------------

CPGgeral	4.564e+09*	0.224**
	(2.585e+09)	(0.099)
Impeach	4.133e+09***	0.387***
	(1.025e+09)	(0.143)
Tam	1.789e+09***	-0.715*
	(6.316e+08)	(0.393)
Alav	-1.533e+07	0.983***
	(2.881e+07)	(0.013)
Tang	6.254e+08	0.334
	(1.617e+09)	(0.299)
Cresc	-3.689e+06	0.002
	(6.297e+06)	(0.002)
Liq	-26.85	9.17e-09
	(23.22)	(7.38e-09)
Payout	2.221	6.94e-11*
	(2.159)	(0.000)
Constant	-3.431e+10**	15.820*
	(1.404e+10)	(8.355)
Observations	1,943	1,943
R-squared	0.061	0.737
Number of id	232	232

Nota: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

FONTE: Elaborado pela autora.

Os modelos 1 e 2 resultaram em 1.943 observações das empresas da amostra ao longo do período analisado. As estimativas dos resultados da regressão para o modelo 1 foram de que a variável de interesse, Conexões Políticas, apresentou sinal positivo e significância estatística ao nível de 10%, em relação ao Valor de Mercado mensurado pelo *Market-to-book*. As variáveis de controle *Impeach* e Tam apresentaram significância ao nível de 1%, demonstrando sua importância no controle da regressão. As demais variáveis de controle não apresentaram significância estatística e algumas, como Crescimento, Alavancagem e Liquidez apresentaram sinal negativo na regressão.

Em relação ao modelo 2, a variável Conexões Políticas demonstrou sinal positivo e significância ao nível de 0,05 (5%) para a variável de Valor de Mercado, representada no modelo pelo *Q de Tobin*. As variáveis de Controle *Impeachment*, Tamanho, Alavancagem e *Payout* também demonstraram significância estatística e sinal positivo, com exceção da variável Tamanho que apresentou sinal negativo na regressão, demonstrando que quanto menor o tamanho da empresa analisada, maior o efeito das Conexões Políticas no Valor de Mercado das empresas, quando mensurado pelo *Q de Tobin*. Vale ressaltar que a amostra do presente estudo é composta por empresas que possuem negociação em bolsa de valores, por meio de oferta pública de ações.

Dessa forma, considerando que em ambos modelos a variável de interesse, Conexões Políticas, apresentou significância estatística e sinal positivo em relação ao Valor de Mercado, representado tanto pelo *Market-to-book* quanto pelo *Q de Tobin*, pode-se inferir a existência de uma relação entre eles, em que conforme as empresas estabelecem Conexões Políticas, o Valor de Mercado dessas empresas aumenta. O comportamento encontrado na presente pesquisa de que as conexões políticas impactam positivamente o valor de mercado das empresas era esperado, visto que estudos desenvolvidos no ambiente brasileiro, mesmo que mensurados por *proxies* diferentes, também evidenciaram a mesma relação. Isso demonstra uma corroboração com o estudo de Camilo et al. (2012).

Ao analisarem a relação entre conexões políticas e o desempenho das empresas, por meio de um estudo longitudinal, abrangendo os anos de 1998 a 2009, Camilo et al. (2012) encontraram que o ambiente político quando presente nas empresas, resultava em um aumento no valor de mercado, mensurado pelo *Q de Tobin* e pelo *Market-to-book*. Vale ressaltar que os autores mensuraram a variável de conexões políticas por meio de 3 *proxies*: doação à campanha política, *background* político dos membros do Conselho e Diretorias e atividades de *board interlocking*. Além disso, os autores puderam constatar que as empresas utilizam esse tipo de estratégia em períodos de incerteza política, o que justifica a significância e relevância da variável *Impeach* para controlar a instabilidade política do país no processo de *Impeachment* presidencial.

Nesse sentido, essa constatação de que conexões políticas possuem uma relação positiva e significativa estatisticamente com o valor de mercado das empresas encontra-se em consonância com a Hipótese 1 da estabelecida no estudo de que “há relação significativa e positiva entre conexões políticas e valor de mercado em empresas brasileiras que negociam na B3”.

Por conseguinte, estimou-se os modelos que captam a influência da governança corporativa no valor de mercado. Dado o uso de métricas alternativas para captar tanto a governança quanto o valor de mercado, foram estabelecidas quatro regressões diferentes representados pelos modelos 3, 4, 5 e 6. Os modelos 3 e 4 analisam o efeito da governança corporativa captada pelo *Governance Pillar* do *ESG Score* no MTB e no *QTobin*, respectivamente. Enquanto os modelos 5 e 6 analisam o efeito dos segmentos da B3, proxy para governança corporativa, no MTB e *QTobin*, respectivamente. Estimou-se os modelos por meio dos efeitos fixos com erros padrão robustos, sendo que as estimações estão dispostas na Tabela 15.

TABELA 15 – REGRESSÕES EM PAINEL COM EFEITO FIXO: MODELOS 3, 4, 5 E 6

Variáveis dependentes	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
	MTB	QTobin	MTB	QTobin
Gov_Pillar	1.206e+08** (5.476e+07)	0.00139 (0.00407)		
Gov_Seg			2.330e+09 (1.729e+09)	-0.0833 (0.0817)
Impeach	3.547e+09*** (8.716e+08)	0.370*** (0.136)	2.763e+09*** (6.738e+08)	0.226*** (0.0454)
Tam	1.633e+09*** (5.396e+08)	-0.712* (0.405)	1.136e+09 (7.730e+08)	-0.594*** (0.143)
Alav	-2.673e+07 (3.123e+07)	0.983*** (0.0132)	-2.923e+07 (3.803e+07)	0.988*** (0.00677)
Tang	-1.517e+08 (1.497e+09)	0.314 (0.302)	-1.650e+09 (2.326e+09)	0.231 (0.272)
Cresc	-9.624e+06*** (3.091e+06)	0.00122 (0.00219)	-8.111e+06*** (1.979e+06)	0.000164 (0.000262)
Liq	-317.5** (140.7)	6.06e-09 (9.22e-09)	-16,992 (20,894)	-1.42e-06 (3.02e-06)
Payout	2.311 (2.252)	7.53e-11* (0)	0.916 (3.114)	0* (0)
Constante	-2.986e+10** (1.224e+10)	15.87* (8.617)	-1.748e+10 (1.685e+10)	13.55*** (3.089)
Observações	1,898	1,898	1,593	1,593
R ²	0.059	0.736	0.042	0.912
Número de observações	227	227	207	207

Nota: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

FONTE: Elaborado pela autora.

Os modelos 3 e 4 buscaram verificar o efeito da Governança Corporativa, representada pelo *Governance Pillar* do *ESG Score*, no Valor de Mercado, mensurado pelo *Market-to-book* e *Q de Tobin*, respectivamente. O modelo 3 demonstra que o pilar de governança do índice ESG apresentou sinal positivo e significância ao nível de 5% em relação à variável *Market-to-book*, sendo que as variáveis de controle *Impeachment*, Tamanho, Crescimento e Liquidez também foram significantes. No entanto, as variáveis Crescimento e Liquidez apresentaram sinais negativos na regressão, demonstrando que quanto menor o crescimento da empresa e a liquidez dela, maior é o efeito das Conexões Políticas no *Market-to-book*.

No modelo estatístico 4, o pilar de governança do índice *ESG* não apresentou significância estatística em relação à variável *Q de Tobin*, além de um coeficiente relativamente baixo. As variáveis de controle *Impeachment*, Tamanho, Alavancagem e *Payout* apresentaram significância estatística, com sinal positivo nos coeficientes, com exceção à variável de Tamanho que apresentou sinal negativo. Isso representa que quanto menor o tamanho da empresa analisada.

Os modelos 5 e 6 buscaram verificar o efeito da Governança Corporativa, representada pela variável *dummy* de segmento de listagem da Governança proposto pela B³, no Valor de Mercado, mensurado pelo *Market-to-book* e *Q de Tobin*, respectivamente. Nesse sentido, a variável de segmentos de listagem da B³ não apresentou significância estatística em relação ao Valor de Mercado, seja mensurado pelo *Market-to-book*, ou pelo *Q de Tobin*.

No modelo 5, as variáveis de controle *Impeachment* e Crescimento apresentaram significância estatística ao nível de 0,01 (1%) junto ao modelo proposto, sendo que a variável Crescimento demonstrou sinal negativo na regressão. Em relação ao modelo 6, as variáveis de controle *Impeachment*, Tamanho e Alavancagem apresentaram significância estatística ao nível de 0,01 (1%) no entanto, a variável de Tamanho da empresa obteve sinal negativo na regressão.

De forma geral, ao analisar os modelos propostos para verificar os efeitos da Governança Corporativa no Valor de Mercado das empresas, apenas o modelo 3, em que analisou-se a variável *Governance Pillar* do *ESG Score* em relação à variável *Market-to-book*, representativa do Valor de Mercado das empresas, apresentou significância estatística ao nível de 0,05 (5%). Essa relação encontrada por meio do *Governance Pillar* no valor de mercado das empresas corrobora os estudos de Silveira et al. (2006), Ammann et al. (2011) e Ararat et al. (2017).

Nesse sentido, a pesquisa de Silveira et al. (2006) buscou analisar os atributos corporativos, a qualidade da governança e a relação com o valor de mercado das empresas, por meio de uma amostra com 154 empresas no ano de 2002, utilizando um índice amplo de práticas de governança. Os autores encontraram uma influência positiva e significativa em relação à qualidade da governança e o valor de mercado das empresas, e obtendo evidências de que esta relação resultava em causalidade de mão-dupla.

Em consonância a isto, a pesquisa de Ammann et al. (2011) buscou analisar 6.663 empresas de 22 países desenvolvidos entre 2003 e 2007, utilizaram 3 métricas para mensurar a variável de interesse. Os autores encontraram uma relação forte e positiva entre governança corporativa e o valor de mercados das empresas em todas as métricas utilizadas. O mesmo resultado não possível de ser verificado na presente pesquisa, uma vez que apenas uma das métricas utilizadas resultou em significância com os modelos.

Ainda nesse sentido, ao analisarem as empresas da Turquia no período de 2006 a 2012, Ararat et al. (2017) verificaram uma relação entre o índice de governança, criado por ele no estudo, e o aumento do valor de mercado das empresas. No entanto, constataram que o desenvolvimento econômico e financeiro apresenta um papel crítico na melhoria dos benefícios da governança corporativa para países emergentes.

Dessa forma, considerando que apenas no modelo 3 foi possível constatar essa relação entre as variáveis e, conseqüentemente, capturar o efeito esperado, não foi possível confirmar a hipótese 2 correspondente aos modelos estatísticos 3 a 6, que predizia “há relação significativa e positiva entre governança corporativa e valor de mercado em empresas brasileiras que negociam na B³” não pôde ser constatada.

Na seqüência, analisou-se os efeitos referentes à interação entre as variáveis de interesse do estudo, Conexões Políticas e Governança Corporativa, e a variável dependente, Valor de Mercado. Conexões Políticas mensurada pelo *background* político dos membros do *board* e das diretorias, Governança Corporativa representada pelo *Governance Pillar* do *ESG Score* e os segmentos de listagem da B³ e, por fim, Valor de Mercado mensurado pelo *Market-to-book* e pelo *Q de Tobin*. Os resultados das estimações dos parâmetros dos modelos encontram-se na Tabela 16.

TABELA 16 – RESULTADO DAS ESTIMAÇÕES DOS PARÂMETROS DOS MODELOS 7, 8, 9 E 10

Variáveis dependentes	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
	MTB	Qtobin	MTB	Qtobin
CPGeral	3.752e+09* (2.066e+09)	0.338*** (0.111)	3.475e+09 (2.535e+09)	0.0704 (0.0792)
Gov_Pillar	7.680e+07 (1.133e+08)	0.00701 (0.00674)		
CPxPillar	6.325e+07 (1.204e+08)	-0.00814 (0.00522)		
Gov_Seg			3.291e+09 (2.262e+09)	-0.0788 (0.125)
CPxSeg			-1.567e+09 (1.480e+09)	-0.00624 (0.137)
Impeach	3.864e+09*** (9.486e+08)	0.394*** (0.141)	2.921e+09*** (7.484e+08)	0.230*** (0.0458)
Tam	1.369e+09** (5.582e+08)	-0.724* (0.407)	1.103e+09 (7.814e+08)	-0.595*** (0.143)
Alav	-2.443e+07 (3.158e+07)	0.983*** (0.0129)	-2.933e+07 (3.781e+07)	0.988*** (0.00676)
Tang	2.740e+08 (1.640e+09)	0.365 (0.306)	-1.499e+09 (2.292e+09)	0.235 (0.271)
Cresc	-5.045e+06 (5.231e+06)	0.00164 (0.00243)	-5.615e+06* (3.348e+06)	0.000216 (0.000264)
Liq	-212.6 (283.7)	-8.00e-09 (1.62e-08)	-17,340 (21,292)	-1.42e-06 (3.00e-06)
Payout	2.108 (2.220)	7.97e-11* (0)	0.840 (3.086)	0 (0)
Constant	-2.606e+10** (1.286e+10)	15.94* (8.645)	-1.852e+10 (1.618e+10)	13.52*** (3.078)
Observations	1,898	1,898	1,593	1,593
R-squared	0.072	0.738	0.049	0.913
Number of id	227	227	207	207

Nota: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

FONTE: Elaborado pela autora.

Os modelos 7 e 8 buscaram averiguar os efeitos da interação entre Conexões Políticas e Governança Corporativa, mensurada pelo *Governance Pillar* do *ESG Score*, em relação ao Valor de Mercado, representado pelo *Market-to-book* e *Q de Tobin*, respectivamente. Em relação ao modelo 7, a variável de interesse Conexões Políticas apresentou significância estatística ao nível de 0,1 (10%) e sinal positivo no coeficiente da regressão, apesar do valor relativamente baixo, em relação ao *Market-to-book*. A interação entre as variáveis de interesse não foi estatisticamente significativa. No entanto, as variáveis de controle *Impeachment* e Tamanho apresentaram sinal positivo e significância estatística no modelo.

Em relação ao modelo 8, a variável de interesse, Conexões Políticas, também apresentou sinal positivo no coeficiente e significância estatística ao nível de 0,01 (1%) em relação ao *Q de Tobin*. A interação entre as variáveis não foi significativa. No que se refere às variáveis de controle, *Impeachment*, Tamanho e Alavancagem apresentaram significância estatística e sinal positivo, com exceção da variável Tamanho da empresa, que apresentou sinal negativo na regressão.

Os modelos 9 e 10 buscaram averiguar os efeitos da interação entre Conexões Políticas e Governança Corporativa, representada por meio dos segmentos de listagem da Governança pela B³, no Valor de Mercado da empresa, mensurado pelo *Market-to-book* e *Q de Tobin*, respectivamente. O modelo 9 apresentou significância estatística apenas nas variáveis de controle, *Impeachment* e Crescimento. A variável *Impeachment* demonstrou-se estatisticamente significativa ao nível de 0,01 (10%) e sinal positivo, no entanto, a variável Crescimento resultou em significância estatística ao nível de 0,1 (10%) e sinal negativo na regressão. A interação entre as variáveis de interesse não resultou em significância estatística no modelo proposto.

Em relação ao modelo 10, apenas as variáveis de controle *Impeachment*, Tamanho e Alavancagem apresentaram significância estatística, todas ao nível de 0,01 (1%). Os sinais dos coeficientes foram positivos para *Impeachment* e Alavancagem, mas, no que diz respeito à variável Tamanho, o sinal foi negativo na regressão. Novamente, a interação entre as variáveis de interesse não apresentou em significância estatística.

De forma geral, a análise dos modelos propostos para verificar os efeitos da interação entre as variáveis de interesse, Conexões Políticas e Governança Corporativa no Valor de Mercado das empresas, constatou-se que a interação propriamente dita não apresentou significância estatística nos modelos propostos. No entanto, no modelo 7 e 8, foi possível

constatar significância nas variáveis de Conexão Política, quando utilizado o *Governance Pillar* do *ESG Score*, tanto em relação ao *Market-to-book*, quanto ao *Q de Tobin*.

Essa relação de interação entre as variáveis de interesse da pesquisa, governança corporativa e da conexão política, no valor de mercado das empresas também foi realizada no estudo de Bandiyono (2019) que considerou apenas o setor manufatureiro da Indonésia no período de 2014 a 2016. Os achados da presente pesquisa contrapõem, em parte, os resultados da pesquisa de Bandiyono (2019), que apresentou relação positiva e significativa entre conexões políticas e valor de mercado, relação parcialmente positiva e significativa na governança corporativa e no valor da empresa e, por fim, efeito positivo e significativo na interação entre governança corporativa e as conexões políticas no valor da empresa.

A presente pesquisa distingue dos achados de Bandiyono (2019) no efeito esperado e encontrado pela interação final das variáveis de interesse e a variável dependente, em que não foi possível encontrar uma relação positiva e significativa. Nesse sentido, o resultado encontrado na presente pesquisa pode ser justificado pelos achados de Shen et al. (2015), que demonstraram haver um efeito substituto entre as variáveis de interesse desse estudo. O estudo de Shen et al. (2015) buscou investigar a relação existente entre governança corporativa e conexões políticas nas empresas do Taiwan. Os resultados encontrados pelos autores demonstraram que empresas com forte governança corporativa realizaram menos conexões políticas, sendo provável o contraposto, de que empresas politicamente conectadas não façam uso de governança corporativa.

Ressalta-se que apenas 35% das empresas que compõem a amostra da pesquisa pertenciam ao Nível 2 ou Novo Mercado, ou seja, enquadravam-se nos segmentos de listagem da B³, e a média encontrada para as empresas do *Governance Pillar* foi de 11,32, significância baixa aderência a práticas de governança do *ESG Score*. Dessa forma, pode-se concluir que, dentro da amostra analisada, as empresas realizaram mais conexões políticas do que práticas de governança corporativa e, segundo Shen et al. (2015) isso pode ter causado um efeito de substituição entre elas, o que resultou em resultados não significativos quando analisados na interação das variáveis.

Diante do contexto exposto, não foi possível capturar o efeito esperado para a hipótese 3 do estudo, que predizia “há relação significativa e positiva na interação entre governança corporativa e valor de mercado em empresas brasileiras que negociam na B³”. No entanto, uma análise geral dos modelos, pode-se inferir que a variável de interesse, Conexões Políticas, apresentou significância estatística em relação ao *Market-to-book* (modelo 1) e ao *Q de Tobin* (modelo 2). A variável de interesse, Governança Corporativa, quando mensurada pelo

Governance Pillar do *ESG Score* apresentou significância em relação ao *Market-to-book* (modelo 3). A interação entre as variáveis Conexões Políticas e Governança Corporativa, proposta pelo estudo, não demonstrou significância estatística, como esperado. No entanto, a variável Conexões Políticas apresentou significância estatística fora da interação, quando analisada com o *Governance Pillar* do *ESG Score* em relação ao *Market-to-book* (modelo 7) e o *Q de Tobin* (modelo 8). Por fim, em relação às variáveis de controle, vale ressaltar que a variável *Impeachment* apresentou significância estatística em todos os modelos propostos na pesquisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Observando o objetivo geral proposto pela pesquisa em analisar o efeito da interação entre Conexões Políticas e Governança Corporativa no Valor de Mercado das empresas brasileiras listadas na B³, pode-se considerar que a questão de pesquisa foi devidamente respondida e, os objetivos, tanto geral quanto específicos, alcançados. A variável de interesse, Conexões Políticas, foi mensurada por meio do *background* político do *board* e diretorias, a variável de interesse, Governança Corporativa, pelo *Governance Pillar* do *ESG Score* e segmentos de listagem de Governança da B³, e a variável dependente, Valor de Mercado, foi mensurada pelo *Market-to-book* e *Q de Tobin*.

Os resultados dos testes estatísticos evidenciaram que as Conexões Políticas possuem efeito estatisticamente significativo e sinal positivo nos coeficientes sobre a variável de valor de mercado, mensurada pelo *Market-to-book* e *Q de Tobin*. Tal achado corrobora o estudo de Goldman et al. (2008), Camilo et al. (2012), Ang et al. (2013) e Bandiyono (2019), que conseguiram identificar, em seus estudos, uma relação positiva e significativa estatisticamente.

Em relação ao efeito da variável de interesse, Governança Corporativa, sobre o Valor de Mercado das empresas, foi evidenciado na pesquisa a existência de uma relação positiva e significativa estatisticamente apenas quando a variável Governança Corporativa foi mensurada pelo *Governance Pillar* do *ESG Score* e Valor de Mercado pelo *Market-to-book*. Esse achado corrobora os estudos de Silveira et al. (2006), Ammann et al. (2011), Ararat et al. (2017) e Bandiyono (2019), em que encontraram uma relação positiva e significativa estatisticamente entre Governança Corporativa e Valor de Mercado das empresas.

Quanto ao efeito da interação entre as variáveis de interesse, Conexões Políticas e Governança Corporativa, o presente estudo não conseguiu encontrar significância estatística entre os modelos de interação propostos. Esse resultado diverge dos achados na pesquisa de Bandiyono (2019), que evidenciou uma relação positiva e estatisticamente positiva na interação entre Conexões Políticas, Governança Corporativa e Valor de Mercado das empresas. Dessa forma, o estudo de Shen et al. (2015) pode justificar essa divergência, uma vez que constataram um efeito substituto entre as variáveis de interesse desse estudo, Conexões Políticas e Governança Corporativa

Em relação às hipóteses da pesquisa, os resultados dos modelos estatísticos permitiram concluir que:

(i) Em relação à H1, “há relação significativa e positiva entre Conexões Políticas e Valor de Mercado em empresas brasileiras que negociam na B³”, considerando que com os

resultados das estimativas dos parâmetros da regressão encontrou uma relação significativa e positiva entre conexões políticas pelo *background* político dos membros do *board* e diretorias e a variável Valor de Mercado, representada pelo *Market-to-book* e *Q de Tobin*. Dessa forma, aceita-se a hipótese de pesquisa H1.

(ii) Em relação à H2, “há relação significativa e positiva entre Governança Corporativa e Valor de Mercado em empresas brasileiras que negociam na B3”, os resultados das estimativas dos parâmetros da regressão apresentou significância estatística apenas entre a variável *Pillar Governance* e Valor de Mercado, quando mensurado pelo *Market-to-book*. No demais modelos, não foi possível determinar significância estatística. Dessa forma, aceita-se parcialmente a hipótese de pesquisa H2.

(iii) Em relação à H3, “há relação significativa e positiva na interação entre governança corporativa e valor de mercado em empresas brasileiras que negociam na B3”, não foi possível verificar significância estatística na relação de interação entre as variáveis de interesse, Conexões Políticas, Governança Corporativa no Valor de Mercado. Dessa forma, não foi possível aceitar a hipótese de pesquisa H3, rejeitando-a.

5.1 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Uma das limitações apresentadas no estudo é a utilização do *background* político como *proxy* de captação das conexões políticas. Essa forma de análise, por mais que esteja validada cientificamente, ainda pode ser considerada nova e pode não abranger outros aspectos políticos, como as doações aos partidos políticos ou a atuação do governo como acionista da empresa. Além disso, os resultados encontrados no presente estudo não podem ser generalizados para todas as empresas, apenas às empresas da amostra estabelecida e utilizada na pesquisa.

Ressalta-se que as variáveis utilizadas na pesquisa, principalmente ao que diz respeito ao *Governance Pillar* do *ESG Score*, podem ser consideradas recente em estudos científicos sobre governança Corporativa e incompleta, uma vez que está sujeito ao viés de seleção, pois são poucas empresas que possuem o indicador informado na base de dados *Thomson Reuters*[®].

5.2 SUGESTÕES DE PESQUISAS FUTURAS

Ao considerar as limitações apresentadas na pesquisa, surgem *insights* para futuros estudos. Assim, sugere-se analisar a abordagem das conexões políticas por meio de outras *proxies* de captação, além do *background* político dos membros do *board* e da diretoria, como

doações às campanhas eleitorais ou conexões políticas ligadas diretamente à estrutura de capital das empresas.

Há campo também para comparação dos resultados do presente estudo com resultados de países diferentes, analisando a relação que eles possuem entre Conexões Políticas, Governança Corporativa e Valor de Mercado. Outro ponto interessante a ser trabalho é entender como os ciclos políticos funcionam sob a perspectiva do presente trabalho, abordagem não utilizada na pesquisa.

REFERÊNCIAS

ACÇÃO DIRETA DE INCONSTITUCIONALIDADE - ADI 4650. Disponível em: <<http://portal.stf.jus.br/processos/detalhe..asp?incidente=4136819>>

Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (2001). Do some outside directors play a political role?. *The Journal of Law and Economics*, 44(1), 179-198.

Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate *Governance*: Dimensions and determinants. *Academy of management Review*, 28(3), 447-465.

Almeida, F. T., Parente, P. H. N., De Luca, M. M. M., & de Vasconcelos, A. C. (2017). Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção e engenharia. *Gestão & Regionalidade*, 34(100).

Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.

Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2004). Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. In *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. Atlas.

Andrade, L. P., Salazar, G. T., Calegário, C. L. L., & Silva, S. S. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração como valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10(4), 4-31.

Ang, J. S., Ding, D. K., & Thong, T. Y. (2013). Political connection and firm value. *Asian Development Review*, 30(2), 131-166.

Bandiyono, A. (2019). The Effect of Good Corporate Governance and Political Connection on Value Firm. *Jurnal Akuntansi*, 23(3), 333-348.

Barbosa, E. D. S., Mendes, N. C. F., Gonçalves, A. D. O., & Matias-Pereira, J. (2017). O Patrimonialismo nas Conexões Políticas e no Desempenho Econômico-Financeiro: um estudo no setor elétrico estatal brasileiro.

Barney, J. B. (1986). Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy. *Management science*, 32(10), 1231-1241.

Baron, D. P. (1995). Integrated strategy: Market and nonmarket components. *California management review*, 37(2), 47-65.

Baysinger, B. D. (1984). Domain maintenance as an objective of business political activity: An expanded typology. *Academy of Management Review*, 9(2), 248-258.

Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.

Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2018). The cost of political connections. *Review of Finance*, 22(3), 849-876.

- Boddewyn, J. J. (2015). Political aspects of MNE theory. In *The Eclectic Paradigm* (pp. 85-110). Palgrave Macmillan, London.
- Brey, N. K. (2012). Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista.
- Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., & de Mello, R. B. (2014). Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, 15(1).
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2014). The relation between corporate *Governance* and market value: mitigating endogeneity problems. *Brazilian Business Review*, 11(1), 90-110.
- Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões políticas e desempenho: um estudo das firmas listadas na BM&FBovespa. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*, 16(6), 784-805.
- Carlos Filho, F.A, (2017). Conexões Políticas e Governança Corporativa: Relevantes para Obtenção de subvenção Governamental?. *EnANPAD*.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, 70-74.
- Claessens, S., & Fan, J. P. (2002). Corporate *Governance* in Asia: A survey. *International Review of finance*, 3(2), 71-103.
- 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.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63.
- Cruz, P. Y. G., & Parente, P. H. N. (2018). Desempenho e conexão política no Brasil: uma análise a partir das eleições de 2014. *Navus: Revista de Gestão e Tecnologia*, 8(3), 8-22.
- Dias, W. B., Macedo, M. A. S., Crus, C. F. (2018). Conexões Políticas e Qualidade da Informação Contábil: Uma Análise Sob o Enfoque do Gerenciamento de Resultados. *EnANPAD*.
- Dias, W. B., Mendes, D., Macedo, M. A. S. (2017). Estrutura de Capital e Conexões Políticas: Uma Análise durante o Ciclo Político Nacional de 2010 a 2014. XVII USP International Conference in Accounting.
- Dicko, S. (2016). The Impact of Political Connections on the Performance and Solvency of Canadian Financial Institutions. *International Journal of Economics and Finance*, 8(11), 1-11.
- Dicko, S. (2017). Political connections, ownership structure and quality of *Governance*. *International Journal of Managerial Finance*, 13(4), 358-377.

Dicko, S., Khemakhem, H. (2015). S&P/TSX 300 companies' political connections, compliance with *board* of directors regulations and financial performance. *International Journal of Business and Management*, 10(1), 14-24.

Duarte, J. B. (2017). A influência das conexões políticas no comportamento das ações de empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Ecco, I. L. (2010). Conselhos de administração das empresas reguladas no brasil: conexoes políticas e o seu desempenho.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.

Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American economic review*, 96(1), 369-386.

Fan, J. P., 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.

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.

Firth, M., Lin, C., Liu, P., & Wong, S. M. (2009). Inside the black box: Bank credit allocation in China's private sector. *Journal of Banking & Finance*, 33(6), 1144-1155.

Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American economic review*, 91(4), 1095-1102.

Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2008). Do politically connected *boards* affect firm value?. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2331-2360.

Gonçalves, A. O., de Sousa Barbosa, E., dos Santos, S. C., & Barbosa Lustosa, P. R. (2018). Vinculação político-partidária e desempenho financeiro de estatais no brasil. *Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios*, 11.

Hillman, A. J. (2005). Politicians on the *board* of directors: Do connections affect the bottom line?. *Journal of Management*, 31(3), 464-481.

Hillman, A. J., & Hitt, M. A. (1999). Corporate political strategy formulation: A model of approach, participation, and strategy decisions. *Academy of management review*, 24(4), 825-842.

Hillman, A. J., Keim, G. D., & Schuler, D. (2004). Corporate political activity: A review and research agenda. *Journal of Management*, 30(6), 837-857.

Hillman, A. J., Zardkoohi, A., & Bierman, L. (1999). Corporate political strategies and firm performance: indications of firm-specific benefits from personal service in the US government. *Strategic Management Journal*, 20(1), 67-81.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. O que é Governança Corporativa. 2019. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>>.

Infante, L., & Piazza, M. (2014). Political connections and preferential lending at local level: Some evidence from the Italian credit market. *Journal of Corporate Finance*, 29, 246-262.

Inoue, C. F., Lazzarini, S. G., & Musacchio, A. (2013). Leviathan as a minority shareholder: Firm-level implications of state equity purchases. *Academy of Management Journal*, 56(6), 1775-1801.

Jacobson, C. K., Lenway, S. A., & Ring, P. S. (1993). The political embeddedness of private economic transactions. *Journal of Management Studies*, 30(3), 453-478.

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.

Jiang, C. (2008). The nature of political connections and firma value. In J. J. Choi & S. Dow (Eds.), *Institutional approach to global corporate governance: business systems and beyond*. *International Finance Review*, 9, 461-494. doi: 10.1016/S1569-3767(08)09017-1

Kammler, E. L., & Alves, T. W. (2009). Análise da capacidade explicativa do investimento pelo "q" de tobin e empresas brasileiras de capital aberto. *RAE-eletrônica*, 8(2).

Kayo, E. K. (2018). Political connections, subsidized loans, and capital structure adjustments. *Anais*.

Keim, G., & Baysinger, B. (1988). The efficacy of business political activity: Competitive considerations in a principal-agent context. *Journal of Management*, 14(2), 163-180.

Khan, A., Mihret, D. G., & Muttakin, M. B. (2016). Corporate political connections, agency costs and audit quality. *International Journal of Accounting & Information Management*, 24(4), 357-374.

Klapper, L.F. and Love, I. (2004) *Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets*. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.

KOPROWSKI, S., NARDI, M., RIZZI, D. I., MAZZIONI, S., MOURA, G. D. (2018) Influência das conexões políticas na evidenciação de informações socioambientais. XXI SEMEAD.

KOPROWSKI, S., PLETSCHE, A. L. B., MOURA, G. D., MAZZIONI, S. (2018). Influência das Conexões Políticas no Desempenho de Companhias Abertas Listadas na B3. 8º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças.

KOPROWSKI, S., WERNKE, R., ZANIN, A. (2018). Influência das Conexões Políticas no Nível de Evidenciação de Fatores e Gerenciamentos de Riscos nas Empresas do IBx-100. XVII USP International Conference in Accounting.

KURONUMA, C. R., OKIMURA, R. T., & SALES, G. A. W. BNDES e Favorecimento às Empresas com Conexões Políticas.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate Governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27.
- LANA, Jeferson; GAMA, Marina Amado Bahia. SE CONSELHO FOSSE BOM: Conexões Políticas em Setores Regulados. **XL EnAnpad**. Costa do Sauipe/BA. 2016.
- Leal, R. P., de Castro Ferreira, V. A., & da Silva, A. L. C. (2002). *Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Editora E-papers.
- Leung, N. W., & Cheng, M. A. (2013). Corporate governance and firm value: Evidence from Chinese state-controlled listed firms. *China Journal of Accounting Research*, 6(2), 89-112.
- Li, J., Meyer, K. E., Zhang, H., & Ding, Y. (2017). Diplomatic and corporate networks: Bridges to foreign locations. *Journal of International Business Studies*, 49(6), 659-683.
- Li, T., & Zaiats, N. (2017). Corporate governance and firm value at dual class firms. *Review of Financial Economics*.
- Liu, F., Lin, H., & Wu, H. (2018). Political connections and firm value in China : an event study. *Journal Of Business Ethics*, 152(2), 551-571.
- Lopes, A. (2012). Governança corporativa e a relação com desempenho e o valor das empresas brasileiras.
- Lopes, A. D. (2016). Financiamento de campanhas eleitorais e empréstimos do BNDES: lobby e interesses privados.
- Maaloul, A., Chakroun, R., & Yahyaoui, S. (2018). The effect of political connections on companies' performance and value. *Journal of Accounting in Emerging Economies*.
- Makhija, M. V. (2004). The value of restructuring in emerging economies: the case of the Czech Republic. *Strategic Management Journal*, 25(3), 243-267.
- Martinez, A. L. (1999). Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. *Associação Nacional de Pós Graduação Em Administração*, 23.
- Martins, F.F., Marcon, R., Lana, J., Xavier, W. G., Bandeira-de-Mello, R. (2013). Conexões Políticas e a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. XXXVII Encontro da ANPAD, 16.
- NOBRE PARENTE, P. H., MOTA, A. F., & LEITE FILHO, P. A. M. Gerenciamento de Resultados Contábeis e Conexão Política: Evidências no Brasil.
- NOBRE PARENTE, P. H., MOTA, A. F., PAULO, E., GÓIS, A. D. (2018). Conexão Política e Gerenciamento de Resultados no Brasil. 8º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças.

OLIVO, A. M. (2018). A influência das conexões políticas no desempenho organizacional. XXI SEMEAD.

Pinheiro, B. G., De Luca, M. M. M. M., & de Vasconcelos, A. C. (2016). Conexões políticas nas maiores companhias listadas na BM&FBovespa. *REAd-Revista Eletrônica de Administração*, 22(2), 394-418.

Pletsch, A. L. B., de Moura, G. D., & Salla, N. M. G. (2018). Influência das conexões políticas no custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3. In *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.

ROSSETTI, J., & ANDRADE, A. (2011). Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências, 5ª Edição. São Paulo, Editora Atlas SA.

Saeed, A.; Belghitar, Y. Clark, E. (2019). Conexões políticas e desempenho corporativo: evidências do Paquistão. *Economics of Transition and Institutional Change*.

Samuels, D. (2001). Money, elections, and democracy in Brazil. *Latin American Politics and Society*, 43(2), 27-48.

SANTOS, Ana Karoliny Apolinário; MARTINS, Orleans Silva. As Conexões Políticas que Afetam o Custo e o Ganho da Dívida das Empresas Abertas no Brasil. *EnAnpad*. 2018.

SCHIO, N. S., KREIN, V., MOURA, G. D. (2018). Influência Das Conexões Políticas No Gerenciamento De Resultados De Companhias Abertas Listadas Na B3. 8º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças.

Schuler, D. A. (1996). Corporate political strategy and foreign competition: The case of the steel industry. *Academy of Management Journal*, 39(3), 720-737.

Schuler, D. A., Rehbein, K., & Cramer, R. D. (2002). Pursuing strategic advantage through political means: A multivariate approach. *Academy of Management Journal*, 45(4), 659-672.

Sena, T. S., Lana, J., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2016). A influência da conexão política nos ativos intangíveis. *Contabilometria*, 3(1).

Shaffer, B. (1995). Firm-level responses to government regulation: Theoretical and research approaches. *Journal of Management*, 21(3), 495-514.

Shen, C. H., Lin, C. Y., & Wang, Y. C. (2015). Do strong corporate *Governance* firms still require political connection, and vice versa?. *International Review of Economics & Finance*, 39, 107-120.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate *Governance*. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

Silva, J. C., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). A Influência das Conexões Políticas no Custo de Capital e no Desempenho das Empresas Listadas na B3. *Brazilian Business Review*, 15(4), 317-330.

- Silveira, A. D. M. D. (2006). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de empresas*, 43(3), 50-64.
- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2006). Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 4(1), 1-30.
- Silveira, A. M., Barros, L. A., & Famá, R. (2004). Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. IV Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, <http://www.sbfin.org.br/>.
- Tahoun, A. (2014). The role of stock ownership by US members of Congress on the market for political favors. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 86-110.
- Tangke, P. (2019). Pengaruh Political Connection Dan Foreign Ownership Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Corporate Social Responsibility. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Daerah*, 14(1), 1-15.
- Thomson Reuters. (2019). Thomson Reuters ESG Scores.
- Wang, D., Ma, G., Song, X., & Liu, Y. (2016). Political connection and business transformation in family firms: Evidence from China. *Journal of Family Business Strategy*, 7(2), 117-130.
- Weymer, A. S. Q., & Castor, B. V. J. (2009). As estratégias de contratação de mão de obra no setor portuário à luz da teoria da agência. *REBRAE*, 2(3), 233-245.
- Wooldridge, J. M. (2012). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. Pioneira Thomson Learning.
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introductory econometrics: A modern approach*. Nelson Education.
- WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press, 2010.
- Wu, H., Li, S., Ying, S. X., & Chen, X. (2018). Politically connected CEOs, firm performance, and CEO pay. *Journal of Business Research*, 91, 169-180.