

## **CONEXÕES POLÍTICAS NA B3: Uma análise do retorno econômico-financeiro das empresas reguladas**

**IRÁ INÁCIO RIBEIRO**

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO MARANHÃO (IFMA)

**FRANCISCO JUANITO COSTA DA SILVA**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

**JHONNY SILVA GOMES**

IFMA - CAMPUS SANTA INÊS

## CONEXÕES POLÍTICAS NA B3: Uma análise do retorno econômico-financeiro das empresas reguladas

### 1 INTRODUÇÃO

O rompimento entre a propriedade e a gestão devido ao desenvolvimento das organizações deu origem aos estudos da Teoria da Agência por meio do artigo seminal “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*” (Jensen & Meckling, 1976), o qual estabeleceu o papel do agente – aquele que passou a ser o responsável pela gestão – e o principal – a pessoa que entregou o capital para ser gerenciado. Inicialmente essa separação foi estudada para entender os efeitos nas empresas privadas envolvendo mais precisamente conflitos de interesses entre os proprietários e o gestor em virtude desse novo arranjo administrativo. Todavia essa relação, onde um dos integrantes poderia vir a maximizar sua utilidade em detrimento de outro grupo, ultrapassa a separação da propriedade e a gestão sendo possível notar no relacionamento, por exemplo, entre os acionistas minoritários e os acionistas majoritários (Koprowski et al., 2021; Martins et al., 2018).

Além do aspecto empresarial privado, é possível observar uma relação particular inerente ao setor público, mas que leva em consideração o conflito entre grupos que não possuem necessariamente o mesmo interesse. De um lado é possível associar como sendo o agente, no setor público, o político eleito ou o gestor indicado por esse e, de outro lado, a sociedade organizada ocupando o papel de principal quando elege o político para um mandato seja no nível federal, estadual ou municipal (Martins et al., 2018; Silva et al., 2022). Esse contexto de delegação por meio do voto não está restrito somente a atuação dos políticos nas atividades entre o governo e a população por meio de políticas públicas, mas também entre a organização dos serviços públicos e a sua efetiva disponibilização à população quer seja diretamente ou por meio de empresas inicialmente controladas pelo poder público e que podem ser concedidas ao setor privado (Matias-pereira, 2010; Rocha Neto & Borges, 2016).

Nesse cenário, o avanço das relações empresariais também alcançou as empresas que são controladas pelo poder público quando essas passaram a ter ações negociadas em bolsa como forma de alavancar a sua capacidade de investimento, pois ao final dos anos 1980 verificou-se o esgotamento da capacidade de investimento do estado em empresas que notadamente não desenvolviam atividades essenciais ao estado como, por exemplo, serviços de telefonia, saneamento básico, saúde, entre outros, deixando para o setor público as atividades essencialmente do estado como, por exemplo, as relações internacionais e a segurança. Esse movimento – dentro de uma linha do tempo – marcou a gradual evolução do Modelo Burocrático para a gradativa implantação do modelo denominado Administração Gerencial (Bresser-Pereira, 2017; Junior, 2021).

Essa nova organização societária permitiu que essas empresas começassem a observar as melhores práticas de gestão definidas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) que, por meio das melhores práticas, sugere a formação do conselho de administração como um mecanismo a disposição do principal para monitorar as ações do agente e, dessa forma, não expropriar a riqueza do principal em benefício próprio (IBGC, 2023).

Além das recomendações emitidas pelo IBGC, é preciso lembrar que o Brasil já possui um instrumento legal regulando as empresas com ações negociadas em bolsa com o objetivo de normatizar as atividades inerentes ao conselho de administração. Trata-se da Lei 6.404/1976 que estabelece aspectos gerais para todas as empresas denominadas “sociedades anônimas”. Contudo, considerando o setor público, o Brasil apresenta outra lei que regula a participação de possíveis candidatos ao conselho de administração das empresas controladas pelo poder público restringindo de forma objetiva o rol de nomes disponíveis. Fala-se nesse momento da Lei

13.303/2016 que no seu inciso I do artigo 17 estabelece de forma objetiva quesitos para que a pessoa possa ser indicada para um cargo no conselho (Brasil, 1976, 2016).

Nesse contexto, é possível pensar que a lei – mesmo sem ter esse objetivo direto – pode ter associado esse grupo de pessoas como sendo os novos representantes do agente de acordo com a Teoria da Agência, uma vez que essas pessoas poderiam ter objetivos conflitantes ou particulares em relação aos objetivos da empresa e da sociedade possibilitando aumento nos casos de corrupção (Cavalcante, 2021; Faccio, 2006). Verifica-se nesse caso uma relação indireta do conflito agente/principal, pois o principal delegou – por meio do voto – o poder de decidir ao político eleito que indica pessoas especialmente escolhidas visando atingir os seus próprios objetivos estabelecendo uma relação clientelista e a perpetuação no poder.

Embora aparentemente a lei possa influenciar no conselho de administração de empresas controladas pelo poder público, é preciso lembrar que as empresas privadas que atuam em setores regulados podem buscar na classe política um redutor para essa regulação e, dessa forma, acabar por aceitar em seu conselho possíveis indicados políticos acreditando que essa relação teria o poder de facilitar o diálogo direto com o órgão regulador e dessa forma otimizar seus resultados financeiros. Essa relação de proximidade entre a classe empresarial e a classe política é estudada por meio da Teoria da Dependência de Recursos que, passados mais de cinquenta anos, ainda não conseguiu estabelecer se essa relação é positiva ou negativa para as empresas. Estudos ora apresentam efeito positivo ora apresentam efeitos negativos (Brey et al., 2014; Crisóstomo et al., 2020; A. J. Hillman et al., 2009; Pfeffer, 1972).

Frente ao exposto, embora limitada às empresas controladas pelo poder público, as empresas controladas pela iniciativa privada também podem apresentar indiretamente essa relação de agência o que fomenta o seguinte questionamento: qual o impacto da lei 13.303/2016 nos resultados econômico-financeiro decorrentes das conexões políticas no conselho de administração?

Consubstanciando os fatores que envolvem a lei 13.303/2016 no que se refere ao impedimento de pessoas para o conselho de administração das empresas controladas pelo poder público; a Teoria da Agência; a Teoria da Dependência de Recursos e os retornos econômico-financeiros é possível pensar no objetivo geral para o estudo: analisar os resultados econômico-financeiros decorrentes das conexões políticas na formação dos conselhos de administração.

Os objetivos específicos podem ser definidos como: 1 – investigar a formação do conselho de administração antes e após a publicação da lei 13.303/2016, mais precisamente entre 2011 a 2021; 2 – analisar os retornos econômico-financeiros dessas empresas; 3 – identificar qual das teorias suporta a análise dos resultados econômico-financeiros obtidos por essas empresas.

A justificativa do estudo repousa em três aspectos a seguir listados: 1 – a promulgação da lei impôs a exclusão dessa parcela de pessoas do conselho o que permite analisar um período anterior e posterior nos resultados econômicos financeiros de tais empresas como uma provável *proxy* da necessidade da lei; 2 – as empresas controladas pela iniciativa privada podem ser analisadas como sendo o grupo de controle e, portanto, objeto de comparação nos mesmos períodos; 3 – os resultados obtidos servirão para fundamentar o debate legislativo no que se refere a uma intervenção estatal indevida ou uma ineficiência da gestão mesmo seguindo os ensinamentos da 6ª edição do Manual das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Já a relevância do estudo está no fato de analisar como o mercado reage a publicação de uma lei que inicialmente teria aplicabilidade somente no setor público o que poderia, no início, alinhar-se a Teoria da Agência. Por outro lado, a lei pode acabar alterando as relações nos conselhos das empresas privadas, uma vez que o indicados políticos precisam ser realocados com o objetivo de reorganizar o jogo político o que encontraria respaldo na Teoria da Dependência de Recursos. Posto isso, a relevância está em analisar os efeitos nos resultados econômico-financeiros das empresas assim como na organização dos interesses políticos em

face da dinâmica que envolve as Ciências Sociais, pois a lei já foi questionada na sua constitucionalidade indicando que possíveis mudanças podem ocorrer.

O ineditismo repousa no fato de uma nova *proxy* para definir as conexões políticas diferente do que já está consolidado pela academia por (Faccio, 2006), ou seja: em linhas gerais a *proxy* conexões políticas é definida pelas pessoas que foram impedidas de participar no conselho de administração das empresas controladas pelo poder público. A necessidade de se pensar na formação de uma nova *proxy* – sem necessariamente revogar o que está consolidado na academia – pode ser justificada pelo fato de que a premissa usualmente empregada nos estudos empíricos – doações de empresas para campanhas eleitorais – foi proibida pela reforma eleitoral promovida em 2015 e, mesmo com esse impedimento, estudos recentes utilizaram, entre outras disponíveis, essa métrica para definir se uma empresa seria ou não politicamente conectada (Cavalcante, 2021; Koprowski et al., 2021; TSE, 2016).

## 2 REVISÃO DA LITERATURA E FORMAÇÃO DAS HIPÓTESES

O momento da edição da Lei 13.303/2016 foi marcado pelo auge dos trabalhos da denominada “Operação Lava Jato” que, passados mais de dez anos do seu início, ainda não se tem uma conclusão sobre os seus achados. Naquela época, a Petrobrás, empresa controlada pelo poder público, estava sendo investigada por crimes de corrupção que supostamente seriam praticados por pessoas ligadas ao alto escalão do governo. Decorrente desses fatos, o governo resolveu dar uma resposta à sociedade procurando mitigar a relação entre os políticos e as empresas, pois foram encontrados indícios de que essas relações estariam permitindo desvios de recursos das empresas controladas pelo poder público em benefício da classe política. (Pinho & Ribeiro, 2018; Ruocco, 2018).

A lei em questão estabeleceu critérios objetivos para que uma pessoa pudesse ocupar o cargo de conselheiro nas empresas controladas pelo poder público dentre os quais é possível citar: 1 – experiência profissional expressa em anos de trabalho; 2 – formação acadêmica compatível; 3 – não ser ministro de estado; 4 – não ser dirigente estatutário de partido político; não exercer cargo estatutário em sindicato; 5 – não ser parlamentar ainda que licenciado; e 6 – não pertencer a agência reguladora (Brasil 2016).

Nesse sentido, torna-se imperioso destacar que as métricas não ser dirigente estatutário de partido político; não exercer cargo em organização sindical; e não pertencer a agência reguladora são métricas não usuais para se definir uma empresa como politicamente conectada de acordo com as atuais métricas utilizadas na acadêmica o que permite inferir como sendo uma inovação trazida pela Lei 13.303/2016 (Arantes et al., 2023; Claessens et al., 2008; Faccio, 2006; A. Hillman, 2005).

Em uma análise dentro dos ditames da Teoria da Agência, é possível verificar as possíveis relações a seguir (Jensen & Meckling, 1976): 1 – ministros de estado e parlamentares poderiam utilizar-se do cargo para buscar apoio político nas suas bases o que fomentaria uma relação clientelista marcada por conflitos de interesse; 2 – Dirigente estatutário de sindicato e de partido político poderiam utilizar-se das suas funções nas suas entidades como uma forma de trocar votos de eleitores por um eventual “loteamento de cargos” nas empresas que viessem a integrar na condição de conselheiros revelando uma relação patrimonialista; 3 – Pertencer a agência reguladora revela a incompatibilidade do cargo devido a eventuais relações entre o agente e o objeto da regulação, isto é: a empresa na qual ele passa a integrar poderia eventualmente receber informações privilegiadas sobre futuras políticas públicas regulatórias.

Frente a isso, não se pode precisar ao certo se esse seria o objetivo dos legisladores ao estabelecerem os critérios para o exercício do cargo, todavia, esses critérios não encontravam respaldo na 5ª edição do Manual das boas práticas de governança corporativa (vigente em 2016) publicado pelo IBGC que, em linhas gerais, defende a pluralidade das origens dos conselheiros

sem realizar nenhuma ressalva quanto às pessoas impedidas pela Lei 13.303/2016 no seu § 2º do artigo 17 (Brasil, 2016; IBCG, 2015). Decorrente dessa questão, o presente estudo formula como *proxy* para as conexões políticas nas empresas reguladas as pessoas que foram impedidas de participar do conselho de administração das empresas controladas pelo poder público, o que pode ser observado na figura 1 a seguir:

Figura 1: *Proxy* de conexões políticas

Impedidos pela lei 13.303/2016	Ministro de estado, secretários estaduais ou municipais
	Parlamentares, ainda que licenciados do cargo
	Dirigentes de sindicatos *
	Servidores de agência reguladora a qual a empresa esteja submetida *
	Dirigente estatutário de partido político*

Fonte: Adaptado de Brasil (2016); Faccio (2006); Claessens et al. (2008); Arantes, Dias e Soares (2022) Einsweiller, Magro, Mazzioni (2020).

Como é possível perceber na figura 1, a direção estabelecida por este estudo é analisar a composição do conselho de administração das empresas reguladas sob outro ponto de vista diferente do que é pesquisado atualmente na literatura tendo em Faccio (2006) o estudo mais citado quando se estabelece eventuais vínculos políticos dos conselheiros. Considerando a figura 1 exposta, a primeira hipótese de estudo pode ser definida da forma a seguir: **H1** – é significativa a participação de conselheiros de acordo com a nova *proxy* nas empresas controladas pelo poder público e nas empresas controladas pela iniciativa privada. Contudo H1 ainda pode ser decomposta haja vista que a lei permite dois períodos de análise, isto é, antes e depois da publicação da Lei 13.303/2016, porém com sinais contrários a saber: **H1a** – é significativa para as empresas controladas pelo poder público antes da edição da lei; **H1b** – é significativa para as empresas controladas pela iniciativa privada após a edição da lei em função da reorganização do apoio político.

Em outro ponto de estudo, é preciso citar que as relações entre os políticos e as empresas são incertas no que se referem aos resultados de acordo com a Teoria da Dependência de Recursos. Estudos apontam eventual benefício das trocas ocorridas pela empresa e variáveis do meio onde está inserida visando alcançar melhores resultados (Cavalcante, 2021; Pfeffer, 1972). Um primeiro grupo de estudos encontrou evidências favoráveis a essa proximidade nas empresas que optaram por inserir pessoas com *background* político nos seus cargos executivos (Boubakri et al., 2012; A. J. Hillman et al., 2009; Schule et al., 2002). O segundo grupo encontrou resultados indiferentes para aqueles que utilizaram da estratégia de colocar agentes oriundos da classe política no seu conselho de administração (Crisóstomo et al., 2020; Cruz & Parente, 2018; Koprowski et al., 2021). O último grupo encontrou relações negativas em virtude dessa relação que acabaram por aumentar o *free cash flow* e os casos de corrupção decorrentes das linhas de crédito favorecidas pelos indicados políticos (Chaney et al., 2011; Fisman, 2001).

A análise fundamentada na Teoria da Dependência de Recursos é incerta o que permite abrir uma linha de investigação com o objetivo de verificar em qual dos grupos a nova *proxy* poderia levar as empresas da B3. Partindo do pressuposto de que uma estratégia busca alavancar os resultados da empresa formula-se a segunda hipótese: **H2** – existe uma relação significativa positiva entre as empresas conectadas e os seus indicadores econômico-financeiros. Além disso, é possível decompor H2 em quatro linhas complementares de investigação tendo em vista que são dois períodos de análise e que são dois grupos distintos que podem ser analisado de forma isolada. Apresenta-se assim **H2a** – os indicadores econômicos financeiros são significativos nas empresas controladas pelo poder público no período anterior a lei 13.303/2016; **H2b** – ocorreu uma mudança significativa nos resultados econômico-financeiros das empresas

controladas pelo poder público após a edição da lei; **H2c** – os indicadores econômico-financeiros são significativos nas empresas controladas pela iniciativa privada no período anterior a lei 13.303/2016; e **H2d** - ocorreu uma mudança significativa nos resultados econômico-financeiros das empresas controladas pela iniciativa privada após a edição da lei.

Ainda fundamentado na Teoria da Dependência de Recursos é preciso saber se a estratégia de reservar assentos no conselho de administração das empresas reguladas pode ser considerada como válida não somente no próprio segmento em análise – empresas controladas pelo poder público – como nas empresas controladas pela iniciativa privada, ou seja: o grupo de controle. Os estudos empíricos que testaram a relação entre a proximidade dos políticos e as empresas também realizaram esse estudo comparativo, pois nas pesquisas é comum encontrar um grupo conectado e um grupo não conectado na amostra de pesquisa e a partir daí realizar inferências comparando os resultados dos dois conjuntos da amostra (Cavalcante, 2021; Cruz & Parente, 2018; Koprowski et al., 2021). Assim, apresenta-se **H3** – as empresas controladas pela iniciativa privada apresentam resultados diferentes das empresas controladas pelo poder público.

### 3 METODOLOGIA

A pesquisa analisou as empresas com ações negociadas na B3 e que estão sujeitas a regulação a nível federal considerando o ano de 2022. A escolha pelas empresas reguladas deve-se ao fato de que a regulação pode ser considerada como um empecilho para as empresas e, nesse contexto, a proximidade com a classe política poderia ser um facilitador para linhas de crédito ou a antecipação de políticas públicas. Foram excluídas as empresas reguladas a nível estadual e municipal pelo fato de que essas empresas não operam no mercado de capitais. Também foram desconsideradas as empresas financeiras dadas as características em relação à composição do seu endividamento. Foram identificadas 103 empresas reguladas e que operam no mercado de capitais.

Todavia a base de dados economática® apresentava dados de 78 empresas no período entre 2011 e 2021 – totalizando 780 observações – o que permitiu formar dois grupos: cinco exercícios anteriores a edição da lei e cinco exercícios posteriores a lei. Uma possível justificativa para essa perda amostral é o fato de que o setor encontra-se em um processo de concessões ou fusões o que acaba por alterar a sua composição acionária tendo como resultado até mesmo o fechamento do capital na B3. (Fama & French, 2015; Koprowski et al., 2019).

Por sua vez, a construção da nova proposta para a conexão política parte da premissa das pessoas que foram impedidas de ocupar assento no conselho em virtude da edição da Lei 13.303/2016 sem considerar aspectos mais citados nos estudos empíricos já realizados como, por exemplo, eventual participação acionária, histórico profissional, isto é: foi adotada a simples presença do nome entre os conselheiros. Vale destacar que o ano de edição da lei (2016) foi excluído por ser um *outlier*, pois a própria lei concedeu um período de transição de dois anos para que eventuais impedidos deixassem o conselho de acordo com o artigo 91 da lei.

Nesse ponto, foi definido que as pessoas a seguir listadas não podem ocupar assento no conselho das empresas controladas pelo poder público (Brasil, 2016). Assim, ano a ano, foi considerada conectada politicamente a empresa que apresentou pelo menos uma das pessoas a seguir listadas no seu conselho: 1 – Ministros de estado, secretário estadual ou municipal; 2 – parlamentares ainda que licenciados, 3 – dirigentes de sindicatos; 4 – servidores de agência reguladora; e 5 – dirigente estatutário de partido político. Importa salientar que Faccio (2006) também fundamentou-se na legislação para propor seu constructo e, mesmo assim, os “dirigentes de sindicatos”; “servidores de agência reguladora”; e “dirigente estatutário de partido político” não foram inseridos no constructo, embora possam aparentemente apresentar um conflito de interesses como os descritos na Teoria da Agência.

Uma vez definida a *proxy*, foi realizada com o auxílio do software NVivo® uma busca no currículo de cada conselheiro disponibilizado pelas empresas à Comissão de Valores Mobiliários por meio do formulário de referência com o objetivo de identificar as palavras que refletissem a conexão política. Em seguida foram contados ano a ano a quantidade de conselheiros conectados em relação ao total de conselheiros em exercício naquele ano e transformados em porcentagem de acordo com estudos empíricos já realizados sobre o tema (Adam et al., 2020; Boubakri et al., 2012; Einsweiller et al., 2020; Menozzi et al., 2012). Não foram consideradas eventuais substituições dos conselheiros no decorrer do exercício, pois, se assim fosse, seria possível verificar em uma determinada empresa a formação de dois conselhos distintos o que poderia distorcer os resultados.

A variável dependente do estudo é o tamanho do conselho, pois um conselho com maior número de integrantes conectados pode apresentar resultados que permitam o alinhamento ou com a Teoria da Agência ou a Teoria da Dependência de Recursos. Para dividir o período de análise, as empresas foram organizadas em dois grupos: antes da lei com a variável *dummy 0* e depois da lei com a variável *dummy 1*. No que se refere a distinguir se o controle era público ou privado também foi inserida uma variável *dummy 0* para controle público e *dummy 1* para controle privado. Essa forma de dividir grupos de pesquisa encontra respaldo na literatura que estuda os conselhos de administração (Koprowski et al., 2021; Lunardi et al., 2020; Moura et al., 2020).

As variáveis econômico-financeiras que permitiram analisar o desempenho são assim designadas: 1 - Tamanho das empresas: logaritmo natural do ativo; 2 - Lucratividade (ROA): Lucro líquido / ativo total; 3 - Market-to-book: valor de mercado / patrimônio líquido; 4 - Rentabilidade: Lucro líquido / Patrimônio líquido; 5 - Alavancagem: Passivo / Patrimônio líquido; 6 - Governança corporativa: Dummy 1 caso níveis diferenciados de governança, dummy 0 para as demais. As variáveis do presente estudo podem ser descritas na figura 2 a seguir:

Figura 2: variáveis do estudo

Variável dependente	Sigla	Métrica	Fonte de coleta	Fundamentação
Tamanho do conselho	TCA	Quantidade de conselheiros ano a ano	Formulário de referência	(Fonseca et al., 2016; Silva & Cunha, 2019)
<b>Variável independente</b>				
Conexões políticas	CP	Proporção entre conselheiros conectados e o tamanho do conselho	Formulário de referência	(Boubakri et al., 2012; Chaney et al., 2011; Faccio, 2006)
Período de análise	ACDC	Dummy Antes da lei 0 Depois da lei 1	Formulário de referência / Lei 13.303/2016	Proposto pelo estudo
Controladas poder público / controladas iniciativa privada	CPP	Dummy 0 para público 1 para privado	B3	Proposto pelo estudo
<b>Variáveis de controle</b>				
Tamanho	TANG	Logaritmo natural do ativo	Economática®	(Einsweiller et al., 2020; Moura et al., 2020)
Lucratividade	ROA	Lucro líquido/Ativo total	Economática®	(Hapsari & Wasistha, 2018; Paliienko et al., 2020)
Market-to-book	MB	Valor de mercado/PL	Economática®	(Fama & French, 2015; Foye, 2017)
Rentabilidade	ROE	Lucro líquido/PL	Economática®	(Cakici et al., 2016; Hapsari & Wasistha, 2018; Paliienko et al., 2020)

Alavancagem	LEV	Passivo/PL	Economática®	(Iturriaga & Crisóstomo, 2010; Öztekin, 2015; Rauh & Sufi, 2012)
Governança corporativa	GC	Dummy 1 níveis diferenciados 0 para os demais	B3	Regulamento de listagem B3

Fonte: elaborado pelos autores (2025)

Apresentadas as variáveis do estudo é possível apresentar o modelo a ser testado:

$$TCA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CP_{it} + \beta_2 ACDC_{it} + \beta_3 CPP_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 MB_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 GC_{it} + \varepsilon$$

O modelo foi submetido a regressão linear com dados em painel visando atingir o objetivo específico de número 2 – analisar os retornos econômico-financeiros dessas empresas; assim como a hipótese de número 2 – existe uma relação significativa positiva entre as empresas conectadas e os seus indicadores econômico-financeiros, assim como para atingir o objetivo específico de número 3 – identificar qual das teorias suporta a análise dos resultados econômico-financeiros obtidos por essas empresas e a hipótese de número 3 – as empresas controladas pela iniciativa privada apresentam resultados diferentes das empresas controladas pelo poder público. Além da regressão com dados em painel, será realizado o teste de comparação de médias para verificar se a presença ou não de conselheiros conectados é um fator capaz de alterar os resultados da amostra.

Por fim, o objetivo específico 1 – investigar a formação do conselho de administração antes e após a publicação da lei 13.303/2016, mais precisamente entre 2011 a 2021; e a hipótese de número 1 – é significativa a participação de conselheiros de acordo com a nova *proxy* nas empresas controladas pelo poder público e pela iniciativa privada – foi obtido por meio da interpretação do *output* do software NVivo®.

#### 4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

A análise dos resultados apresenta a formação do conselho de administração por meio das tabelas 3 e 4 referentes ao período de 2011 a 2015 e de 2017 a 2021 respectivamente visando verificar a significância da participação de conselheiros conectados de acordo com a nova *proxy* no conselho das empresas controladas pelo poder público e controladas pela iniciativa privada de acordo com o primeiro objetivo específico da pesquisa: investigar a formação do conselho de administração das empresas reguladas da B3 antes e após a publicação da lei 13.303/2016, assim como a H1 e as suas hipóteses decorrentes. Foram analisados o perfil de 5.150 (cinco mil cento e cinquenta pessoas) que integraram o conselho de administração das empresas.

Tabela 3 – perfil dos conselheiros antes da lei 13.303/2016

Ano	Tamanho conselho	Quantidade conexões	Porcentagem do total de conselheiros	Quantidade conselheiros controle público	Quantidade conselheiros controle privado
2011	540	62	11,48%	45	17
2012	496	60	12,09%	43	17
2013	499	49	9,81%	35	14
2014	476	44	9,24%	31	13
2015	470	34	7,23%	29	5

Fonte: dados da pesquisa (2025).

A análise da pesquisa baseou-se no formulário de referência elaborado pelas empresas. Vale destacar que esse formulário foi criado em 2009 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Além disso, a resolução 080/2022 da CVM revogou a resolução 480/2009 (criadora do formulário) dando uma nova redação ao normativo (CVM, 2022). Ao observar a figura 3 é possível identificar que 2.481 pessoas integraram o CA das empresas no período sendo que o ano de 2012, apresentou a maior quantidade de conselheiros conectados de acordo com a nova *proxy* formulada na pesquisa. Em termos absolutos é possível verificar que a maior parte das conexões ocorreram no CA das empresas controladas pelo poder público indo de encontro à Teoria da Dependência de Recursos que fundamentou H1 ao afirmar que a distribuição de possíveis conselheiros conectados seria equitativa no que se refere ao período anterior a edição da lei.

A participação no CA pode ser considerada significativa ao nível de 5% quando são analisadas as empresas controladas pelo poder público indo ao encontro das boas práticas do IBGC que não restringe o acesso ao CA por grupos políticos, assim como a recomendação da KPMG quando destaca a necessidade da diversificação das origens dos integrantes do conselho o que poderia justificar também a presença de indicados políticos no conselho das empresas sob o controle privado, o que não foi significativo ao nível de 5% nesta pesquisa (IBGC, 2009; KPMG, 2022). Finalizada a análise do período anterior a lei 13.303/2016 apresenta-se os dados do segundo período por meio da tabela 4:

Tabela 4 – perfil dos conselheiros depois da lei 13.303/2016

Ano	Tamanho conselho	Quantidade conexões	Porcentagem do total de conselheiros	Quantidade conselheiros controle público	Quantidade conselheiros controle público
2017	488	11	2,25%	7	4
2018	510	2	0,39%	1	1
2019	527	2	0,37%	1	1
2020	563	4	0,71%	1	3
2021	581	4	0,68%	1	3

Fonte: dados da pesquisa (2025)

Iniciando a análise da tabela 4 é possível verificar que ocorreu um aumento no número de conselheiros, mas tal fato não proporcionou o aumento no número de conselheiros conectados de acordo com a nova *proxy*. Observa-se uma redução tanto nas empresas controladas pelo poder público como nas empresas controladas pela iniciativa privada, mesmo com a recomendação do IBGC para que o conselho apresentasse maior diversidade alinhando-se a postura recomendada pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) no que se refere a composição dos conselhos (IBGC, 2023).

O ano de 2017 ainda apresentou o maior número de conselheiros conectados nas empresas controladas pelo poder público. Provavelmente esse achado fundamenta-se na concessão do prazo de 24 meses para que as empresas se adaptassem e não reservassem mais assento para as pessoas agora impedidas de ocupar (Brasil, 2016). Na mesma esteira, é possível verificar que não ocorreu o deslocamento dos conselheiros agora impedidos para o conselho das empresas controladas pela iniciativa privada, isto é: a indicação estava mais respaldada no *lobby* político do que na competência o que permite alinhar tais agentes em direção a Teoria da Agência, pois podem apresentar objetivos conflitantes com o principal e, portanto, deveriam ser evitadas (Arantes et al., 2022; Jensen & Meckling, 1976; Oliveira, 2016).

Essas evidências resultam também no distanciamento da Teoria da Dependência de Recursos, pois as empresas privadas não visualizaram nesse cenário uma possível *expertise* empresarial a ser seguida (Arantes et al., 2023; Pfeffer, 1972). Ante o exposto, H1 e suas

variações não podem ser aceitas neste estudo, uma vez que a lei foi um fator decisivo para a redução do número de conselheiros conectados nas empresas controladas pelo poder público, mas tal fato não se revelou como um direcionador para o conselho das empresas controladas pela iniciativa privada.

Em outro ponto, inicia-se a apresentação dos resultados para atingir o segundo objetivo (analisar os retornos econômico-financeiros dessas empresas) e terceiro objetivo (identificar qual das teorias suporta a análise dos resultados econômico-financeiros obtidos por essas empresas) e as hipóteses H2 e H3, fazendo-se necessário apresentar a estatística descritiva no que se refere as variáveis de controle de cunho econômico-financeiro.

Inicialmente, foram realizadas análises exploratórias das variáveis disponíveis, pois a apresentação das estatísticas iniciais possibilita a identificação do comportamento das variáveis (Wooldridge, 2007). Posteriormente é apresentada as tabelas 5, 6 e 7 com as estatísticas descritivas das variáveis bem como os três modelos utilizados para a realização dos testes de comparação na modelagem dos dados em painel possibilitando selecionar o método mais adequado para atender o objetivo principal do estudo (Fávero & Belfiore, 2017). A tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis que foram avaliadas no modelo.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas das variáveis do modelo

Est. Descritiva	TCA	CP	ACDC	CPP	TANG	ROA	MB	LEV	GC
Mínimo	3,00	0,04	0,00	0,00	4,74	-1,72	-8,23	-0,40	0,00
Média	7,67	0,21	0,50	0,19	15,61	0,03	1,86	0,70	0,54
Desvio Padrão	2,63	0,12	0,50	0,39	1,85	0,17	5,75	0,58	0,50
Coef. Variação	34,37	55,47	100,06	205,00	11,85	631,18	308,65	83,16	91,79
Máximo	23,00	0,67	1,00	1,00	20,71	0,83	129,25	6,21	1,00
N	672	140	790	790	683	683	693	683	790

Fonte: dados da pesquisa (2025).

As variáveis independentes do estudo descrevem um cenário diversificado. O tamanho do conselho (TCA) exibiu coeficiente de variação (CV) superior a 25%, com conselhos que vão de 3 a 23 membros e uma média de 7,67 indicando a heterogeneidade para a governança. As conexões políticas (CP) revelaram que, em média, 21% dos conselheiros possuem tais ligações, com dispersão moderada. O período de análise (ACDC) foi bem distribuído entre antes e depois da lei (cinco exercícios), enquanto a variável controladas poder público / controladas iniciativa privada (CPP) aponta para uma predominância de empresas privadas na amostra.

Quanto às variáveis de controle, o tamanho (TANG) das empresas apresenta-se como significativa no que se refere à presença das conexões políticas alinhando-se a (Koprowski et al., 2021) que encontraram como um dos benefícios dos políticos nas grandes empresas a maior tendência às práticas anticorrupção. A lucratividade (ROA) média foi baixa, mas com considerável amplitude, englobando empresas com prejuízo e outras lucrativas; a variável *market-to-book* (MB) se destaca pela sua elevada variação e desvio padrão, sugerindo a presença de valores extremos que merecem análise aprofundada. Por fim, alavancagem (LEV) e governança corporativa (GC) apresentaram distribuição que reflete diferentes níveis de endividamento e de adoção de práticas de governança na amostra. Esses resultados divergem de resultados significativos nos indicadores econômico-financeiro decorrentes da proximidade entre empresas e políticos (Arantes et al., 2023; Boubakri et al., 2012; Claessens et al., 2008; Faccio, 2006; Koprowski et al., 2021). A tabela 6 apresenta as correlações.

Tabela 6 – Correlação das variáveis do modelo

	<i>CP</i>	<i>ACDC</i>	<i>CPP</i>	<i>TANG</i>	<i>ROA</i>	<i>MB</i>	<i>LEV</i>	<i>GC</i>
CP	1							
ACDC	- 0,300	1						
CPP	0,213	0,006	1					
TANG	- 0,070	0,083	0,252	1				
ROA	0,027	0,054	0,113	0,095	1			
MB	0,099	0,043	- 0,007	0,008	0,066	1		
LEV	0,118	0,004	0,096	- 0,048	- 0,278	-0,031	1	
GC	- 0,173	-0,018	- 0,016	0,221	- 0,068	-0,079	- 0,122	1

Fonte: dados da pesquisa (2025).

Ao analisar a matriz de correlação, observa-se que a maioria das relações lineares entre as variáveis é de baixa a moderada intensidade ( $\leq 0,30$ ). Isso sugere que, embora haja associações, não existem dependências lineares entre os construtos investigados. As variáveis conexões políticas (CP) e período de análise (ACDC) revelam correlações como ponto de atenção (-0,300), pois pode indicar um possível impacto da legislação na redução das conexões políticas ao longo do tempo corroborando os dados obtidos na figura 4 (baixa ou mínima conexão política como nos exercícios de 2017 e 2018). Ressalta-se que a análise de correlação avalia exclusivamente a força e a direção de uma relação linear e, conseqüentemente, a ausência de uma correlação linear robusta não invalida a existência de relações não lineares. Por fim, as correlações não apontam para um problema de multicolinearidade, uma vez que as correlações mais expressivas, como as observadas entre CP e ACDC (-0,300), e entre lucratividade (ROA) e alavancagem (LEV) (-0,278), são de magnitude moderada (Fávero & Belfiore, 2017; Wooldridge, 2007). A tabela 7 ilustra as regressões bem como a escolha dentre as modelagens.

Tabela 7 – Coeficientes dos modelos de regressão testados no modelo teórico

	<i>Pooled (1)</i>	<i>Efeitos Fixos (2)</i>	<i>Efeitos Aleatórios (3)</i>
Intercepto	-1,551	-	-3,877
CP	-1,192*	-0,399	-0,543
ACDC	-0,263	0,447	0,292
CPP	0,524	0,799	0,486
TANG	0,654***	4,079	0,816**
ROA	-0,166	0,001	1,754
MB	-0,008	-0,801	0,0001
LEV	0,383	-	-0,123
GC	0,535	-	0,138
<b>Qualidade de Ajustamento (coeficientes)</b>			
R <sup>2</sup>	0,243	0,079	0,245
R <sup>2</sup> -Ajustado	0,193	-0,301	0,195
Estat. F	0,000	0,256	0,005
<b>Atendimento das premissas - Análise dos resíduos (p-value)</b>			
Teste Breusch-Pagan			0,431
Teste Breusch Godfrey/Wooldridge			0,003**
Teste Wooldridge	0,008**		
Teste Pearson			0,002**
Teste Shapiro-Wilk			0,000***

Escolha do modelo (p-value)			
Teste F	Modelo (1) x (2)	0,000***	Decisão: Modelo (2)
Teste Breusch-Pagan	Modelo (1) x (3)	0,000***	Decisão: Modelo (3)
Teste Hausman	Modelo (2) x (3)	0,042**	Decisão: Modelo (2)

Legenda: Níveis de significância: 0 '\*\*\*' 0.001 '\*\*' 0.01 '\*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1.

Fonte: dados da pesquisa (2025).

Ao analisar os modelos de regressão *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios, destaca-se a significância positiva do tamanho (TANG) e uma relação negativa, embora menos robusta, com as conexões políticas (CP). Contudo, a presença de autocorrelação nos resíduos do modelo *pooled*, conforme indicado pelo teste Breusch Godfrey/Wooldridge (p-value = 0,008), sinaliza a inadequação desse modelo devido à violação das premissas de independência dos erros. Embora verifique-se a significância individual de algumas variáveis nos modelos *pooled* e efeitos aleatórios, os testes de escolha de modelo foram decisivos.

O teste F (p-value = 0,000) e o teste Breusch-Pagan (p-value = 0,000) indicaram a superioridade dos modelos em painel (efeitos fixos e efeitos aleatórios) sobre o *pooled*, sugerindo a presença de heterogeneidade não observada entre as entidades. Subsequentemente, o teste de Hausman (p-value = 0,042) apontou para a preferência do modelo de efeitos fixos (2) em relação ao de efeitos aleatórios, implicando que a correlação entre os regressores e os efeitos idiossincráticos devem ser controlados.

Entretanto, uma observação fundamental no modelo de efeitos fixos, o modelo mais ajustado, é a ausência de significância estatística para todas as variáveis independentes e de controle. Além disso, o p-value da Estatística F (0,256) para este modelo sugere que, como um todo, ele não é globalmente significativo na explicação da variância da variável dependente. A ausência de significância pode indicar que as relações entre as variáveis pode ser mais complexa do que o modelo linear de efeitos fixos pode capturar demandando, por exemplo, a inclusão de variáveis adicionais ou a exploração de relações não lineares visando desvendar as associações entre os fenômenos estudados.

A análise inicial dos coeficientes revelou que, no modelo *pooled*, conexões políticas (CP) apresentou um impacto negativo significativo e tamanho (TANG) um impacto positivo altamente significativo. No modelo de efeitos aleatórios, apenas tamanho (TANG) manteve significância positiva. Por outro lado, no modelo de efeitos fixos, nenhuma das variáveis independentes ou de controle alcançou significância estatística.

A avaliação da qualidade de ajuste mostrou que os modelos *pooled* e efeitos aleatórios explicaram cerca de 19% a 20% da variância da variável dependente, com ambos sendo globalmente significativos. O modelo de efeitos fixos, por sua vez, apresentou um R<sup>2</sup> ajustado negativo e não foi globalmente significativo, o que, embora comum para esse tipo de modelo, indica uma limitada capacidade de explicar a variância dentro das entidades.

A análise dos resíduos revelou a presença de autocorrelação no modelo *pooled* e dependência *cross-sectional* e não normalidade dos resíduos no modelo de efeitos aleatórios, apontando para desafios na inferência estatística sem correções adequadas. Os testes de escolha de modelo auxiliaram para determinar a abordagem mais robusta.

O Teste F e o Teste Breusch-Pagan indicaram que os modelos de efeitos fixos e efeitos aleatórios são preferíveis ao modelo *Pooled*, respectivamente. O mais importante – o teste de Hausman – apontou que o modelo de efeitos fixos (2) é o mais apropriado, sugerindo a existência de heterogeneidade não observada entre as entidades que se correlaciona com as variáveis explicativas. Contudo, a ausência de significância dos coeficientes individuais e a não significância global do modelo de efeitos fixos levantam questões importantes sobre a necessidade da Lei 13.303/2016. Em síntese, é possível associar o presente estudo ao grupo dos estudos brasileiros que não encontraram resultados significativos da relação políticos e

empresas permitindo ainda contribuir para o debate legislativo ao afirmar que a lei 13.303/2016 não alterou os resultados das empresas da amostra mesmo considerando as variáveis econômico-financeiras mais usuais na academia, assim como não alinhou-se a nenhuma das teorias apresentadas (Crisóstomo et al., 2020; Cruz & Parente, 2018; Koprowski et al., 2021).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve como objetivo pesquisar as conexões políticas como um fator capaz de alterar os resultados econômico-financeiros das empresas controladas pelo poder público em comparação com as empresas controladas pela iniciativa privada tendo como diferencial o período anterior e posterior a edição da Lei 13.303/2016 e, ao mesmo tempo, a proporção de conselheiros politicamente conectado em relação ao total de conselheiros visando inferir a intensidade da conexão, uma vez que a legislação, vedou esses agentes permitindo associar a sua presença aos custos de agência o que indicaria um resultado diferente das empresas privadas e uma menor atratividade do mercado o que vai de encontro aos princípios da Teoria da Dependência de Recursos, quando sugere que essa postura pode revelar-se em uma estratégia.

Os resultados evidenciaram que não é possível associar os conselheiros com vínculos políticos a possíveis custos de agência, uma vez que não foram encontrados resultados significativos para as variáveis econômico-financeiras, nem tão pouco associar a presença dos políticos como uma *expertise* empresarial, pois a publicação da lei 13.303/2016 acabou por limitar a presença de políticos tanto nas empresas controladas pelo poder público quanto nas privadas. Esses achados são comuns no ambiente de produção do conhecimento, pois o contexto pelo qual a lei 13.303/2016 foi promulgada, fundamentou-se nas pressões sociais em função da denominada “Operação Lava-Jato” que, passados mais de 10 anos, também apresenta resultados inconclusivos quanto a sua real necessidade para o país e para as empresas.

Dado esse contexto, H1 (é significativa a participação de conselheiros conectados de acordo com a nova *proxy* nos conselhos das empresas controladas pelo poder público e controladas pela iniciativa privada) e suas hipóteses decorrentes podem ser aceitas de forma parcial, pois as conexões políticas foram significativas no período anterior a lei nas empresas controladas pelo poder público, mas a edição da lei não foi capaz de direcionar as conexões políticas para as empresas privadas. Por sua vez, H2 (existe uma relação significativa positiva entre as empresas conectadas e os seus indicadores econômico-financeiros) não pode ser aceita, visto que não foi verificada significância das variáveis no modelo proposto tanto no período anterior a lei como posterior a lei, realizando apenas a ressalva de que o tamanho da empresa é algo capaz de justificar o interesse dos políticos em ocupar assento no conselho. Por fim, H3 (as empresas controladas pela iniciativa privada apresentam resultados diferentes das empresas controladas pelo poder público) não pode ser aceita, pois não foram evidenciados resultados diferentes no teste de comparação de médias.

Entre as limitações da pesquisa é possível citar a questão da substituição de conselheiros (renúncia, substituições temporárias) durante o exercício financeiro, uma vez que tal situação poderia conduzir a dois ou mais conselhos no mesmo período; as fusões e aquisições que dificultam a construção da amostra; eventuais erros ou omissões de informações dos próprios conselheiros na construção do seu currículo junto ao formulário de referência; e a eventual reapresentação do formulário de referência o que dificulta a formação do *cut-off*.

As sugestões para futuros estudos envolve ampliar a amostra para todas as empresas da bolsa, a inserção da *proxy* conselheiros independentes, a análise do ponto de vista da participação feminina tanto no conselho como nas conexões políticas, um comparativo entre a *proxy* vigente na academia para conexão política e a *proxy* aqui foi proposta.

Por fim, importa registrar que § 2º do artigo 17 da lei 13.303/2016 foi submetida a uma Ação Direta de Inconstitucionalidade perante o Supremo Tribunal Federal (ADIN 7731 de

28/12/2022 – autor: Partido Comunista do Brasil) que o considerou como constitucional, embora entre a proposição da ação e o seu julgamento seja marcado pela concessão de uma medida liminar pelo então ministro Ricardo Lewandowski. Essa liminar autorizou a nomeação de conselheiros de origem política que resultou, por exemplo, na nomeação dos ministros Carlos Lupi e Anielle Franco para empresas controladas pelo poder público no exercício de 2023 abrindo, assim, no futuro, um terceiro período de análise.

## REFERÊNCIAS

- Adam, C., Tene, J. K., Mucci, D. M., & Beck, F. (2020). Conflitos de agência em empresas familiares de capital aberto e a composição do Conselho de Administração. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(45), 19–32. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n45p19>
- Arantes, V. A., Dias, D. P., & Soares, R. O. (2022). Análise do campo científico dos estudos sobre conexões políticas no Brasil. *Desafio Online*, 10(1), 101–126. <https://doi.org/10.55028/don.v10i1.12187>
- Arantes, V. A., Dicko, S., & Soares, R. O. (2023). Firms? political connections and performance in Brazil and Canada: an analysis of the effect of country institutional factors. *The Journal of Management and Governance*, 28, 1–50. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s10997-022-09666-1>
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., & Saffar, W. (2012). Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 541–559. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.02.005>
- Brasil. (1976). *Dispõe sobre as sociedades por ações*. Diário Oficial Da União. [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)
- Brasil. (2016). *Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios*. Diário Oficial Da União. [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm)
- Bresser-Pereira, L. C. (2017). Reforma gerencial e legitimação do estado social. *Revista de Administração Pública*, 51(1), 147–156. <https://doi.org/10.1590/0034-7612166376>
- Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2014). Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. *Revista de Administração Mackenzie*, 15(1), 98–124. <https://doi.org/10.1590/s1678-69712014000100005>
- Cakici, N., Tang, Y., & Yan, A. (2016). Do the size, value, and momentum factors drive stock returns in emerging markets? *Journal of International Money and Finance*, 69, 179–204.
- Cavalcante, D. S. (2021). *Corrupção corporativa e conexões políticas: relações e efeitos no desempenho econômico das empresas e dos países*. [Universidade Federal do Ceará]. <http://www.repositorio.ufc.br/handle/riufc/60761>
- Chaney, P. K., Faccio, M., & Parsley, D. (2011). The quality of accounting information in

- politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1–2), 58–76. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.07.003>
- Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Revista de Economia Financeira*, 88(3), 554–580. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.003>
- Crisóstomo, V. L., Pinheiro, B. G., & Nakamura, W. T. (2020). Concentração de propriedade e emissão de ação: Evidência da América Latina. *Brazilian Review of Finance*, 18(4), 33–76. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v18n4.2020.81194>
- 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), 08–22. <https://doi.org/10.22279/navus.2018.v8n3.p08-22.662>
- CVM, C. de V. M. (2022). *RESOLUÇÃO CVM Nº 80, DE 29 DE MARÇO DE 2022*. <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol080.pdf>
- Einsweiller, A. C., Magro, C. B. D., & Mazzioni, S. (2020). Diferentes efeitos dos vínculos políticos e de benefícios fiscais na geração de valor adicionado. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 33(3), 97–121. <https://doi.org/https://doi.org/10.22561/cvr.v3i2.5633>
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American Economic Review*, 96(1), 369–386.
- Fama, E., & French, K. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22.
- Fávero, L. P. L., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada de dados com Excel, SPSS, Stata*. (1st ed.). Elsevier-Campus.
- Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 91(4), 1095–1102. <https://doi.org/10.1257/aer.91.4.1095>
- Fonseca, C., Silveira, R., & Hiratuka, C. (2016). A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 35–52. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.29673>
- Foye, J. (2017). A comprehensive test of the Fama-French fivefactor model in emerging markets. *Emerging Markets Finance and Trade*, 37(42), 199–222. <https://doi.org/https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3051198>
- Hapsari, C., & Wasistha, G. (2018). Portfolio formation using the Fama-French five-factor model with modification of a profitability variable: An empirical study on the Indonesian stock exchange. I. In L. Gani, B. Gitaharie, Z. Husodo, & A. Kuncoro (Eds.), *Competition and Cooperation in Economics and Business* (pp. 83–88).
- Hillman, A. (2005). Politicians on the board of directors: do connections affect the bottom line? *Journal of Management*, 31(3), 464–481. <https://doi.org/https://doi.org/10.1177%2F0149206304272187>

- Hillman, A. J., Witheers, M., & Collin, B. J. (2009). Resource Dependence Theory. *Journal of Management*, 35(6), 1404–1427.  
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1177/0149206309343469>
- IBCG. (2015). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. In *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa* (5ª edição).  
<http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMPGPT.pdf>
- IBGC, I. B. de G. C. (2023). 6. Edição (6ª). IBGC.
- Iturriaga, F. J. L., & Crisóstomo, V. L. (2010). Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 46(3), 80–94.  
<https://doi.org/10.2753/REE1540-496X460306>
- 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.
- Junior, A. P. da T. (2021). Contextos da política de águas e novas abordagens pela perspectiva das reformas administrativas no Brasil. *Administração Pública e Gestão Social*, 13(1).  
<https://doi.org/10.21118/apgs.v13i1.10187>
- Koprowski, S., Krein, V., Mazzioni, S., & Magro, C. B. D. (2021). Governança corporativa e conexões políticas nas práticas anticorrupção. *Revista de Administração de Empresas*, 61(2). <https://doi.org/10.1590/s0034-759020210202>
- KPMG. (2022). *O perfil dos conselheiros de conselheiros fiscais e membros de comitês de auditoria*.  
[https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2022/3/Perfil\\_conselheiros.pdf](https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2022/3/Perfil_conselheiros.pdf)
- Lunardi, M. A., Barbosa, E. T., & Da Cunha, P. R. (2020). Relação entre o Board Interlocking e a Persistência nos Lucros. *Base - Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*, 16(4), 589–613. <https://doi.org/10.4013/base.2019.164.04>
- Martins, V. A., Jeremias Junior, J., & Enciso, L. F. (2018). Conflitos de agência, Governança Corporativa e o serviço público brasileiro: um ensaio teórico. *RGC - Revista de Governança Corporativa*, 5(1). <https://doi.org/10.21434/rgc.v5i1.44>
- Matias-pereira, J. (2010). A governança corporativa aplicada no setor público brasileiro. *Administração Pública e Gestão Social*, 2(1), 109-134–134.  
<https://doi.org/10.21118/apgs.v2i1.21>
- Menzio, A., Vannoni, D., & Urriaga, M. G. (2012). *Board Composition , Political Connections and Performance in State - Owned Enterprises Anna Menozzi María Gutiérrez Urriaga Davide Vannoni. October 2015.*
- Moura, G. D. De, Bonetti, Â. P. M., Mazzioni, S., & Teixeira, S. A. (2020). *Independência do Conselho de Administração Reduz o Custo de Financiamento da Dívida ?* 23(1), 1–18.
- Öztekin, Ö. (2015). Capital Structure Decisions around the World: Which Factors Are

Reliably Important? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(03), 301–323.  
<https://doi.org/10.1017/S0022109014000660>

Paliienko, O., Naumenkova, S., & Mishchenko, S. (2020). Fama and French approaches, which can explain the portfolio return adjusted for price anomalies, are rapidly growing in popularity. Over the past years, various aspects of using this model by portfolio investors have been discussed. Given the peculiarities. . . *Investment Management and Financial Innovations*, 17(1), 143–155.  
[https://doi.org/http://dx.doi.org/10.21511/imfi.17\(1\).2020.13](https://doi.org/http://dx.doi.org/10.21511/imfi.17(1).2020.13)

Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17, 218–229.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.2307/2393956>

Pinho, C. A. B. de, & Ribeiro, M. C. P. (2018). Corrupção e compliance nas empresas públicas e sociedades de economia mista: racionalidade das disposições da Lei de Empresas Estatais (Lei nº 13.303/2016). *Revista de Direito Administrativo*, 277(1), 241.  
<https://doi.org/10.12660/rda.v277.2018.74808>

Rauh, J. D., & Sufi, A. (2012). Explaining corporate capital structure: Product markets, leases, and asset similarity. *Review of Finance*, 16(1), 115–155.  
<https://doi.org/10.1093/rof/rfr023>

Rocha Neto, J. M. da, & Borges, D. F. (2016). Políticas públicas coordenadas e presidencialismo de coalizão: o caso do PROMESO. *Cadernos EBAPE.BR*, 14(spe), 440–472. <https://doi.org/10.1590/1679-395115005>

Ruocco, A. A. (2018). *Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei 13.303/2016): um olhar a partir das Teorias da Captura e da Agenda* [Universidade Federal da Paraíba].  
<https://acervodigital.ufpr.br/handle/1884/58332>

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

ilva, A. da, & Cunha, P. R. da. (2019). Influência das características do conselho de administração na assimetria informacional de empresas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(39), 24–43. <https://doi.org/https://doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n39p24>

TSE, T. S. E. (2016). *Doações de pessoas jurídicas estão proibidas nas Eleições 2016*.  
<https://www.tse.jus.br/imprensa/noticias-tse/2016/Agosto/doacoes-de-pessoas-juridicas-estao-proibidas-nas-eleicoes-2016>

Wooldridge, J. M. (2007). *Introdução ao Econometria: uma abordagem moderna*. Cengage Learning.