



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, 2025, v. 21: e2025108, p. 01-23

doi:10.4270/ruc.2025108
Disponível em www.furb.br/universocontabil



INCENTIVOS FISCAIS FEDERAIS, CONEXÕES POLÍTICAS E GERAÇÃO DE VALOR ADICIONADO EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

FEDERAL TAX INCENTIVES, POLITICAL CONNECTIONS AND GENERATION OF ADDED VALUE IN BRAZILIAN COMPANIES LISTED ON B3

INCENTIVOS TRIBUTARIOS FEDERALES, CONEXIONES POLÍTICAS Y GENERACIÓN DE VALOR AGREGADO EN EMPRESAS BRASILEÑAS LISTAS EN B3

Recebido em: 28-03-2024
Avaliado em: 13-09-2024
Reformulado em: 12-10-2024
Avaliado em: 20-10-2024
Reformulado em: 16-01-2025
Avaliado em: 27-09-2025
Reformulado em: 14-10-2025
Avaliado em: 17-11-2025
Reformulado em: 19-12-2025
Aceito para publicação em: 19-12-2025
Publicado em: 30-04-2026
Editora de área: Mikaéli da Silva Giordani
Editora geral: Franciele Beck

Natália Garcia de Oliveira¹
José Roberto de Souza Francisco²
Jacqueline Veneroso Alves da Cunha³
Renata Turola Takamatsu⁴

RESUMO

Esta pesquisa teve como objetivo analisar os efeitos dos incentivos fiscais federais e das conexões políticas sobre a geração de valor adicionado em empresas brasileiras listadas na B3, bem como verificar se as conexões políticas moderam a relação entre incentivos fiscais e valor adicionado, no período de 2011 a 2021. O nível de incentivos fiscais federais (NIFF) foi mensurado como a diversidade de tipos de incentivos usufruídos simultaneamente pela empresa, conforme informações divulgadas nas notas explicativas. Para testar as hipóteses propostas, estimaram-se quatro modelos dinâmicos por meio do Método dos Momentos Generalizados Sistemático (GMM-Sistemático). Os resultados indicam associação estatisticamente significativa e positiva entre o nível de incentivos fiscais federais e a geração de valor adicionado a partir dos ativos totais (VAAT) e o valor adicionado sobre o patrimônio líquido (VAPL). Em relação às conexões políticas, os coeficientes para os modelos (VAAT e VAPL) foram significativos e negativos, sugerindo menor geração de valor adicionado para empresas que utilizam esse tipo de estratégia política. Adicionalmente, a interação entre NIFF e CPDC

¹Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade Federal de Minas Gerais (2023); Professora Adjunta da Universidade Federal de Alfenas; ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7177-9750>; E-mail: natalia.garcia@unifal-mg.edu.br

²Doutor em Finanças pela Universidade Federal de Minas Gerais (2014); Professor Associado da Universidade Federal de Minas Gerais; ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1880-5304>; E-mail: jroberto@face.ufmg.br

³Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (2007); Professora Titular da Universidade Federal de Minas Gerais; ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2522-3035>; E-mail: jvac@face.ufmg.br

⁴Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (2015); Professora Associada da Universidade Federal de Minas Gerais; ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0422-9895>; E-mail: retakamatsu@face.ufmg.br

INCENTIVOS FISCAIS FEDERAIS, CONEXÕES POLÍTICAS E GERAÇÃO DE VALOR ADICIONADO
EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

apresentou efeito negativo nos modelos VAAT e VAPL, indicando que as conexões políticas por doações reduzem o efeito positivo associado aos incentivos fiscais federais. Esses achados sugerem que, embora a diversidade de incentivos fiscais se relacione positivamente com a criação de valor, determinados tipos de conexões políticas podem enfraquecer essa associação.

Palavras-chave: incentivos fiscais federais; conexões políticas; geração de valor adicionado.

ABSTRACT

This study examines the effects of federal tax incentives and political connections on value added generation in Brazilian firms listed on B3, and investigates whether political connections moderate the relationship between tax incentives and value added from 2011 to 2021. The level of federal tax incentives (NIFF) was measured as the diversity of incentive types simultaneously accessed by each firm, based on disclosures in the notes to the financial statements. To test the proposed hypotheses, four dynamic models were estimated using the System Generalized Method of Moments (System GMM). The results indicate a statistically significant and positive association between NIFF and value added generated from total assets (VAAT) and from equity (VAPL). Regarding political connections, the coefficients for VAAT and VAPL were significant and negative, suggesting lower value-added generation in firms that employ this type of political strategy. Additionally, the interaction between NIFF and CPDC exhibited a negative effect in the VAAT and VAPL models, indicating that political connections through campaign donations reduce the positive association linked to federal tax incentives. Overall, the findings suggest that although the diversity of tax incentives is positively related to value creation, certain forms of political connections may weaken this relationship.

Keywords: federal tax incentives; political connections; generation of added value.

RESUMEN

Este estudio analiza los efectos de los incentivos fiscales federales y de las conexiones políticas sobre la generación de valor añadido en empresas brasileñas listadas en la B3, así como si las conexiones políticas moderan la relación entre los incentivos fiscales y el valor añadido en el período de 2011 a 2021. El nivel de incentivos fiscales federales (NIFF) se midió como la diversidad de tipos de incentivos utilizados simultáneamente por cada empresa, según la información divulgada en las notas explicativas. Para poner a prueba las hipótesis propuestas, se estimaron cuatro modelos dinámicos mediante el Método Generalizado de Momentos en Sistema (GMM-Sistémico). Los resultados indican una asociación estadísticamente significativa y positiva entre el NIFF y el valor añadido generado a partir del activo total (VAAT) y del patrimonio neto (VAPL). En relación con las conexiones políticas, los coeficientes para VAAT y VAPL fueron significativos y negativos, lo que sugiere una menor generación de valor añadido en empresas que emplean este tipo de estrategia política. Además, la interacción entre NIFF y CPDC presentó un efecto negativo en los modelos VAAT y VAPL, lo que indica que las conexiones políticas mediante donaciones a campañas atenúan la asociación positiva vinculada a los incentivos fiscales federales. En conjunto, los hallazgos sugieren que, aunque la diversidad de incentivos fiscales se relaciona positivamente con la creación de valor, ciertas formas de conexiones políticas pueden debilitar esta relación.

Palabras clave: incentivos fiscales federales; conexiones políticas; generación de valor agregado.

1 INTRODUÇÃO

O conceito de incentivo fiscal foi extraído da ciência das finanças e situa-se no campo da extrafiscalidade. Em termos gerais, consiste na redução da receita pública de natureza compulsória ou na supressão de sua exigibilidade. Trata-se de um instrumento do dirigismo econômico, cujo propósito consiste em desenvolver determinada região ou setor de atividade (Barbieri, 1984; Harada, 2011). A adoção de estratégias envolvendo incentivos fiscais é prática comum em todas as esferas governamentais e possui respaldo no art. 151 da Constituição da República Federativa do Brasil (Brasil, 1988). Conforme Easson e Zolt (2002), quase todos os países utilizam instrumentos fiscais de estímulo, os quais podem gerar vantagens e desvantagens.

Entre as vantagens, destacam-se estímulo às indústrias nacionais, atração de investimentos estrangeiros diretos, transferência de capital, de know-how e tecnologia, aumento do emprego formal e melhora das condições em áreas menos desenvolvidas, além do crescimento da arrecadação após períodos de isenção (Easson & Zolt, 2002). Por outro lado, Melo (2015) alerta que esses incentivos podem estar associados a mecanismos punitivos de longo prazo, gerar desvantagem competitiva, exigir influência política dos contribuintes e promover foco excessivo em resultados imediatos, comprometendo o valor intrínseco da atividade incentivada.

As pesquisas nacionais e internacionais sobre incentivos fiscais se concentram em três vertentes: i) efeitos dos incentivos sobre desempenho empresarial, estrutura de capital, políticas de financiamento, investimentos e remuneração (Formigoni, 2008; Loureiro et al., 2011; Mayende, 2013; Rezende et al., 2019); ii) características das empresas que usufruem de subvenções governamentais (Saac & Rezende, 2019); e iii) relações entre conexões políticas e incentivos fiscais (Wu et al., 2012; Zhang et al., 2014; Brown et al., 2015; Einsweiller et al., 2020).

As conexões políticas, fundamentadas na Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer & Salancik, 1978), correspondem às relações formais ou informais entre gestores corporativos e agentes públicos e podem conferir acesso privilegiado a informações, benefícios regulatórios e oportunidades fiscais. Evidências mostram que empresas politicamente conectadas tendem a obter maior acesso a crédito subsidiado, tratamento regulatório diferenciado e vantagens econômicas decorrentes da proximidade com o governo (Faccio, 2006; Faccio, Masulis & McConnell, 2006; Johnson & Mitton, 2003; Claessens, Feijen & Laeven, 2008). No contexto brasileiro, marcado por intensa atuação estatal, tais conexões são especialmente relevantes para compreender a dinâmica institucional (Carvalho, 2014; Musacchio, Lazzarini & Makhoul, 2015).

Grande parte das pesquisas brasileiras utiliza métricas tradicionais de desempenho, como o retorno sobre o ativo (ROA) e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Contudo, ao analisar políticas públicas, faz-se necessária a utilização de instrumentos que capturem dimensões sociais. A Demonstração do Valor Adicionado (DVA) atende a esse propósito ao evidenciar o montante de riqueza gerada pela empresa e sua distribuição entre os diversos stakeholders (Cunha, Martins & Assaf Neto, 2005). Assim, este estudo adota quatro métricas derivadas da DVA: valor adicionado sobre o ativo total (VAAT), valor adicionado sobre o patrimônio líquido (VAPL), valor adicionado sobre as receitas líquidas (VARL) e valor adicionado por empregado (VAEMP), amplamente reconhecidas na literatura como indicadores

INCENTIVOS FISCAIS FEDERAIS, CONEXÕES POLÍTICAS E GERAÇÃO DE VALOR ADICIONADO EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

adequados de desempenho econômico e social (Cunha, Martins & Assaf Neto, 2005; Perez Jr. & Famá, 2006; Iudicibus, Martins & Gelbcke, 2010).

Com base no exposto, esta pesquisa busca responder a seguinte questão: **qual o efeito dos incentivos fiscais federais e das conexões políticas sobre a geração de valor adicionado, e qual o papel moderador das conexões políticas nessa relação?** O objetivo consiste em analisar os efeitos dos incentivos fiscais federais e das conexões políticas sobre a geração de valor adicionado em empresas brasileiras listadas na B3, bem como verificar se as conexões políticas moderam a relação entre incentivos fiscais e valor adicionado, no período de 2011 a 2021. Para isso, empregaram-se análise fatorial e modelos econométricos para dados em painel, estimados pelo Método dos Momentos Generalizados (GMM-Sistêmico).

No Brasil, incentivos fiscais podem ser concedidos pela União, Estados e Municípios, cada qual com regras específicas e níveis distintos de transparência. Essa heterogeneidade dificulta a construção de uma base comparável em âmbito nacional. Assim, a análise concentrou-se nos incentivos fiscais federais devido à maior padronização, disponibilidade e confiabilidade das informações divulgadas pela União (Afonso & Castro, 2016; Rezende, 2015). Registra-se que aproximadamente R\$ 440 bilhões em benefícios tributários foram concedidos apenas no âmbito federal (Unafisco Nacional, 2023). Adicionalmente, as discussões promovidas pela Reforma Tributária (Emenda Constitucional nº 132/2023 e Lei Complementar nº 214/2025) focalizam essencialmente os incentivos estaduais, sinalizando lacuna quanto aos incentivos federais.

Diante disso, esta pesquisa contribui ao integrar, em um único modelo, incentivos fiscais federais, conexões políticas e diversas métricas de geração de valor adicionado, elementos frequentemente analisados de forma isolada. Ao investigar o papel moderador das conexões políticas, aprofunda-se a compreensão dos mecanismos pelos quais instrumentos fiscais e relações político-institucionais influenciam a criação de riqueza corporativa. Espera-se que os achados ofereçam subsídios teóricos e práticos para pesquisadores, formuladores de políticas públicas e agentes de mercado, ampliando o debate sobre a efetividade dos incentivos fiscais e o papel das conexões políticas no contexto brasileiro.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Dependência de Recursos (TDR) e Conexões Políticas

Sob a ótica da TDR, as organizações são consideradas um sistema aberto, dependente das contingências do ambiente externo. Assim, para compreender o comportamento de uma organização, é necessário ter uma ampla visão do ambiente em que se encontra inserida (Pfeffer e Salancik, 2003). Hillman et al. (2009) enfatizam que a TDR reconhece a influência de fatores externos no comportamento organizacional e sinaliza que os gestores podem adotar estratégias para mitigar incertezas ambientais. Nesse sentido, a TDR fundamenta a compreensão das relações estabelecidas entre empresas e governo, aqui denominadas conexões políticas.

As conexões políticas representam uma estratégia por meio da qual empresas buscam garantir acesso privilegiado a recursos, benefícios e informações relevantes. Wu et al. (2012) argumentam que empresas politicamente conectadas podem obter vantagens fiscais, geralmente na forma de redução de impostos, além de acesso facilitado a crédito, tratamento tributário diferenciado e maior poder de mercado. Camilo et al. (2012) complementam que tais conexões constituem práticas deliberadas para estreitar vínculos com o Estado, com o objetivo de preservar ou ampliar interesses corporativos. Lazzarini (2018), observa que de forma explícita ou velada, agentes políticos podem solicitar recursos financeiros advindos dos diversos estabelecimentos privados, mediante projetos aprovados ou aqueles que serão encaminhados para aprovação.

No Brasil, as conexões políticas são práticas antigas, com início em 1930. Neste período, alguns empresários decidiram financiar a campanha presidencial de Getúlio Vargas. Faccio (2006) e Bazuchi et al. (2013) destacam que a construção de vínculos políticos pode decorrer da busca de favores especiais do governo e obtenção de garantias. Essa conduta normalmente ocorre quando existem ameaças à continuidade empresarial (Baysinger, 1984; Pfeffer & Salancik, 2003). Fisman (2001) afirma que as conexões políticas desempenham um papel relevante nas maiores economias do mundo, tornando-se um recurso valioso para muitas empresas. Algumas empresas buscam estreitar vínculos com o ambiente, visando extrair e/ou preservar recursos vinculados à geração de valor (Hillman & Keim, 1995; Agrawal & Knoeber, 2001; Fisman, 2001; Johnson & Mitton, 2003).

No Brasil, as conexões políticas são estabelecidas de diversas formas, quais sejam: i) conexões políticas por intermédio do conselho de administração (Ecco, 2010; Camilo et al., 2012); ii) conexões políticas a partir da estrutura de propriedade (Lazzarini & Musacchio, 2010); e iii) conexões políticas por doações a campanhas (Samuels, 2001; Marcon et al., 2008; Claessens et al. 2008). Embora assumam formatos distintos, todas funcionam como mecanismos de acesso a recursos governamentais.

Um dos recursos mais valorizados nesse processo é justamente o acesso a incentivos fiscais, razão pela qual a discussão sobre conexões políticas estabelece um vínculo direto com a subseção seguinte. Entender por que e como empresas politicamente conectadas buscam benefícios fiscais permite aprofundar a compreensão dos efeitos dessas interações sobre o desempenho e a geração de valor.

2.2 Incentivos fiscais

De modo geral, as conexões políticas representam uma forma de acesso a recursos governamentais. Entre esses recursos, destacam-se os incentivos fiscais. O conceito de incentivo fiscal foi extraído da ciência das finanças, situando-se no campo da extrafiscalidade. Trata-se de um instrumento do dirigismo econômico, cujo propósito consiste em desenvolver determinada região ou setor de atividade (Barbieri, 1984; Harada, 2011). As pesquisas sobre incentivos fiscais encontram suporte na Teoria da Dependência de Recursos, que tem como constructo a relação da firma ao ambiente e foi desenvolvida por Pfeffer e Salancik (1978) em *The External Control Organizations*.

No Brasil, os incentivos fiscais federais contemplam: i) incentivos fiscais por dedução; ii) incentivos fiscais regionais; e iii) incentivos fiscais por isenção (Fabretti, 2016).

Os incentivos fiscais regionais destinam-se ao Norte, Nordeste e Centro-Oeste do país. Trata-se de instrumentos financeiros da política nacional de desenvolvimento regional (PNDR), direcionados à Superintendência do Desenvolvimento do Nordeste (SUDENE) e à Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia (SUDAM). Além disso, destacam-se os incentivos destinados à produção nas regiões Norte e Nordeste (FINAM e FINOR).

Os incentivos fiscais regionais destinam-se ao Norte, Nordeste e Centro-Oeste do país e constituem instrumentos financeiros da política nacional de desenvolvimento regional (PNDR), direcionados à SUDENE e à SUDAM. As isenções são regidas pela Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966 - Código Tributário Nacional (Brasil, 1966), a qual estabelece que a hipótese de incidência tributária não alcançará determinados contribuintes. Embora nem todas as isenções configurem incentivos fiscais, todo incentivo fiscal pressupõe algum tipo de isenção ou alívio tributário (Silveira & Scaff, 2015).

Ao reduzir encargos, alterar custos e ampliar a disponibilidade de recursos, esses instrumentos podem modificar diretamente a capacidade das empresas de gerar riqueza. É justamente nesse ponto que o debate sobre incentivos fiscais se aproxima do conceito de valor

INCENTIVOS FISCAIS FEDERAIS, CONEXÕES POLÍTICAS E GERAÇÃO DE VALOR ADICIONADO
EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

adicionado, dado que a DVA evidencia como a atividade empresarial transforma recursos em riqueza distribuída aos diversos stakeholders. Assim, compreender os incentivos fiscais exige também compreender como eles influenciam a geração e a distribuição dessa riqueza.

2.3 Demonstração do valor adicionado (DVA)

As primeiras informações sobre o valor adicionado tiveram suas origens nos Estados Unidos, na década de vinte, servindo como base de cálculo para os sistemas de incentivos governamentais. Todavia, as referências no campo empresarial são mais recentes, datam dos anos cinquenta, momento em que o valor adicionado começou a ser utilizado sob a perspectiva microeconômica, sendo adotado por algumas companhias na Inglaterra. A partir do surgimento de grandes corporações, o valor adicionado começou a receber maior atenção no cenário contábil, tendo como finalidades aferir o desempenho empresarial, auxiliar na tomada de decisão e promover a comparação entre empresas (Cosenza, 2003; Cunha et al., 2005)

Embora o lucro em conjunto com o valor adicionado constitua-se nos dois tipos básicos de excedentes econômicos, o valor adicionado agrega maior destaque informativo, pois corresponde ao incremento de valor que os produtos experimentam no transcurso do processo produtivo (Cosenza, 2003; Pascual, 2016; Sahoo & Pramanik, 2017). No Brasil, a obrigatoriedade da divulgação da DVA, surgiu com a promulgação da Lei nº 11.638 de 2007, que introduziu alterações à Lei nº 6.404 de 1976 (Lei das Sociedades por Ações). A DVA se tornou obrigatória para as companhias abertas. Em 2008, o Pronunciamento Técnico CPC 09 - Demonstração do Valor Adicionado, estabeleceu para a os critérios para a elaboração e apresentação dessa demonstração (Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC], 2008).

No Quadro 1 estão descritos os indicadores de geração de valor adicionado:

Quadro 1: Indicadores para análise da geração e distribuição de riqueza.

Geração de valor adicionado	Operacionalização	Interpretação
Valor adicionado sobre as receitas líquidas (VARL)	$\frac{\text{Valor Adicionado Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}}$	É um indicador do benefício final da empresa, em vendas líquidas termos de cifra de negócio e da riqueza gerada, ou seja, quanto fica de riqueza gerada depois de apropriados todos os gastos demandados pela atividade empresarial em um período.
Valor adicionado sobre o patrimônio líquido (VAPL)	$\frac{\text{Valor Adicionado Líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$	É um indicador que possibilita avaliar como os ativos existentes na companhia estão contribuindo para a geração de sua riqueza, ou seja, qual foi a eficiência dos ativos utilizados na exploração, para gerar valor para a empresa.
Valor adicionado sobre o ativo total (VAAT)	$\frac{\text{Valor Adicionado Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	É um indicador para medir como os gestores da companhia estão criando riqueza para os proprietários ou acionistas, na administração dos capitais (próprios e de terceiros) que estão utilizando na atividade empresarial.
Valor adicionado por empregado (VAE)	$\frac{\text{Valor Adicionado Líquido}}{\text{Número de Empregados}}$	É um indicador que possibilitar medir o valor adicionado gerado por empregado.

Fonte: Elaborado a partir Cosenza (2003); Cunha *et al.* (2005) e Gelbcke *et al.* (2018).

As informações disponibilizadas pela DVA são importantes para: i) analisar a capacidade de geração de valor e a forma de distribuição da riqueza de cada empresa; ii) permitir a análise do desempenho econômico da empresa; iii) auxiliar no cálculo do PIB e de indicadores sociais; iv) fornece informações sobre os benefícios (remunerações) obtidos pelos fatores de produção (trabalhadores, financiadores, acionistas ou credores) e governo; v) auxiliar

a empresa a informar sua contribuição na formação da riqueza de uma região, estado ou país, em que se encontra instalada (Gelbcke, et al., 2018).

Considerando que os incentivos fiscais podem alterar a estrutura de custos e ampliar a disponibilidade de recursos, e que as conexões políticas podem facilitar o acesso a esses incentivos, torna-se fundamental compreender como esses elementos influenciam o valor adicionado. Essa relação direta entre instrumentos fiscais, vínculos políticos e geração de riqueza corporativa fundamenta as hipóteses de pesquisa apresentadas a seguir.

3 HIPÓTESES DE PESQUISAS

A adoção de políticas públicas envolvendo incentivos fiscais é prática comum no Brasil. Assim, estudos nacionais e internacionais foram desenvolvidos no intuito de explicar a relação entre incentivos fiscais e o desempenho empresarial (Formigoni, 2008; Loureiro et al., 2011; Wu et al., 2012; Mayende, 2013; Zhang et al., 2014; Rezende et al., 2019; Einsweiller et al., 2020). Os resultados apresentados por tais autores apontam relações estatisticamente significativas e positivas entre incentivos fiscais e desempenho empresarial, bem como, entre incentivos fiscais e a geração de valor adicionado. Em síntese, empresas que usufruem de incentivos fiscais apresentam, em média, melhores resultados e maior valor adicionado.

Para mensurar o desempenho, alguns autores optam pela utilização de métricas tradicionais, como o retorno sobre o ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) (Formigoni, 2008; Loureiro et al., 2011; Wu et al. 2012; Zhang et al., 2014; Rezende et al., 2019). No entanto, ao estudar políticas públicas faz-se necessário a utilização de instrumentos sociais. Cunha et al. (2005) explicam que a demonstração do valor adicionado (DVA) é capaz de evidenciar tanto os aspectos econômicos quanto os sociais, constituindo-se na demonstração mais adequada para aferir tais relações. Nesse sentido, os seguintes autores optaram pela adoção de métricas extraídas a partir da DVA (Mayende, 2013; Rezende et al., 2019; Einsweiller et al., 2020).

Antes da formulação das hipóteses, esclarece-se que, neste estudo, o termo “nível de incentivos fiscais federais” (NIFF) não representa o volume monetário dos incentivos recebidos. O NIFF corresponde à diversidade de tipos de incentivos federais usufruídos simultaneamente, identificados nas notas explicativas. Assim, “maior nível” significa apenas maior variedade de categorias de incentivos, e não valores financeiros mais elevados.

Diante do exposto, elabora-se a primeira hipótese desta pesquisa:

H₁: Empresas brasileiras listadas na B3 que apresentam maior nível de incentivos fiscais federais tendem a apresentar níveis mais elevados de valor adicionado. Assim, espera-se uma relação positiva entre NIFF e geração de valor adicionado.

A Teoria de Dependência de Recursos (TDR) fundamenta as relações estabelecidas entre empresas e governo, também denominadas conexões políticas. Os vínculos políticos são vistos como uma alternativa que permite às organizações o acesso facilitado a recursos governamentais (Ecco, 2010; Camilo et al., 2012). Hillman e Hitt (1999) explicam que o governo detém recursos atrativos. Dessa forma, as organizações desenvolvem estratégias visando obter e preservar influências sobre as políticas públicas, dentre elas, observa-se o estabelecimento de conexões políticas, cujo intuito reside no recebimento de incentivos fiscais (Hillman & Hitt, 1999).

Segundo Mayende (2013) e Li e Jin (2021), empresas que possuem conexões políticas relacionam-se a desempenho superior, quando comparadas àquelas sem vínculos políticos. As conexões políticas estabelecidas a partir de gestores, além do CEO, também podem se

INCENTIVOS FISCAIS FEDERAIS, CONEXÕES POLÍTICAS E GERAÇÃO DE VALOR ADICIONADO EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

relacionar ao desempenho empresarial. No entanto, ao analisar o efeito conjunto das conexões políticas e dos incentivos fiscais Zhang et al. (2014) e Einsweiller et al. (2020) afirmam que o efeito conjunto afeta de forma negativa o desempenho.

Zhang et al. (2014) reportaram que os incentivos fiscais, no curto e no longo prazo apresentam relações significativas com o desempenho financeiro das empresas, no entanto, as conexões políticas quando estabelecidas pelos membros do alto escalão empresarial atenuam tais relações. De forma convergente, Einsweiller et al. (2020) afirmam que empresas que usufruem de benefícios fiscais e não possuem conexões políticas apresentam maior valor adicionado. Em síntese, empresas que combinam incentivos fiscais e conexões políticas tendem a apresentar menor geração de valor adicionado.

Diante do exposto, elabora-se a segunda hipótese desta pesquisa:

H₂: A interação entre maior nível de incentivos fiscais federais (NIFF) e conexões políticas está associada a menor geração de valor adicionado nas empresas brasileiras listadas na B3. Assim, espera-se que as conexões políticas moderem negativamente a relação entre incentivos fiscais e geração de valor adicionado.

4 METODOLOGIA

4.1 Classificação da pesquisa, amostra e coleta de dados

Esta pesquisa se caracteriza como descritiva, documental e quantitativa. A população foi composta por trezentas empresas listadas na B3 no período de 2011 a 2021. Foram necessárias as seguintes exclusões: i) cinquenta e oito empresas pertencentes ao setor financeiro; ii) sessenta e três empresas com patrimônio líquido negativo; e iii) sete empresas com valores de receita líquida igual a zero. Ao final, restaram cento e setenta e duas empresas para o processo amostral.

A exclusão das empresas pertencentes ao setor financeiro se justifica por apresentarem práticas contábeis financeiras distintas das demais empresas. O Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF), emitido pelo Banco Central do Brasil, adota de forma seletiva os pronunciamentos técnicos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). Atualmente, apenas parte desses pronunciamentos foi recepcionada no âmbito do COSIF, conforme lista divulgada em seu anexo, o que pode restringir a comparabilidade das demonstrações financeiras das instituições financeiras em relação as empresas de outros setores (Banco Central do Brasil, 2025). Adicionalmente, a formação do valor adicionado nas instituições financeiras é distinta da verificada nos demais setores, o que reduz a comparabilidade das métricas de DVA e pode enviesar a interpretação dos coeficientes do modelo.

O critério adotado foi a amostragem aleatória estratificada, considerando as seguintes características: i) região geográfica da empresa; ii) setor de atuação; e iii) porte empresarial (ln da receita líquida). Ao final, a amostra foi composta por cento e dez empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2011 a 2021. A escolha é ex post ao processo de convergência às normas internacionais de contabilidade, iniciado com as alterações da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976), promovidas pelas Leis nº 11.638 de 2007 e nº 11.941 de 2007, bem como pela instituição do Regime Tributário de Transição (RTT). Além disso, a pesquisa utilizou conceitos extraídos do Pronunciamento Técnico CPC 07 - Subvenções e Assistências Governamentais, revogado e substituído pelo CPC 07 – R1 (2010). Em relação ao período final, trata-se do último exercício disponível.

Os dados de natureza secundária foram obtidos a partir das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs); Formulário de Referência (FR) e Notas Explicativas (NE); e Tribunal Superior Eleitoral (TSE).

4.2 Análise Fatorial

Para operacionalizar a variável nível de incentivos fiscais federais (NIFF) adotaram-se os seguintes procedimentos: i) leitura das notas explicativas; ii) busca por palavras-chave; e iii) aplicação da técnica de análise fatorial.

A partir da leitura das notas explicativas e da realização de buscas por palavras-chave foram identificados dezoito tipos de incentivos fiscais federais classificados em: incentivos fiscais regionais; incentivos de redução do IRPJ; incentivos financeiros; parcelamentos especiais; e outros incentivos. Assim, procedeu-se com a elaboração de uma matriz de dados com dezoito colunas, sendo uma para cada tipo de incentivo fiscal federal. Após a organização dos dados foram atribuídas as seguintes pontuações: valor igual a um (1) quando da identificação de um tipo de incentivo fiscal federal; e valor igual a zero (0) caso contrário. Ao final, a escala de pontuação variou entre zero e dezoito pontos.

A justificativa para o uso da Análise Fatorial Exploratória (AFE) decorre do fato de que o interesse deste estudo não está no valor monetário dos incentivos fiscais, mas na amplitude/diversidade de categorias de incentivos acessadas simultaneamente pelas empresas. Nesse sentido, a AFE permite reduzir um conjunto altamente correlacionado de variáveis binárias (indicando a presença ou ausência de cada tipo de incentivo) em um único fator, que sintetiza a estrutura de diversidade dos incentivos fiscais. Desse modo, o índice NIFF representa o “nível” de incentivos fiscais federais como constructo de amplitude estrutural, e não como montante financeiro. Sendo assim, o foco recai sobre estratégias tributárias utilizadas pelas empresas, e não sobre valores absolutos, cuja divulgação é rarefeita pelas companhias abertas.

A partir da obtenção dos dados, aplicou-se a técnica de análise fatorial utilizada quando se deseja criar variáveis não correlacionadas, capazes de explicar parte da variabilidade total do conjunto de dados original (Mingoti, 2007). Nesta pesquisa procedeu-se com a análise exploratória, tendo em vista a necessidade de reduzir o conjunto de variáveis correlacionadas (tipos incentivos fiscais federais). Para validação da análise fatorial aplicara-se os seguintes testes: i) Teste de esfericidade de Bartlett (ou teste LR); ii) análise de cargas fatoriais; e iii) escolha de fatores não correlacionados; e iv) Teste de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) (Mingoti, 2007)

4.3 Modelo Econométrico

A fim de verificar a relação entre incentivos fiscais federais, conexões políticas e geração de valor adicionado, optou-se pela utilização do modelo de regressão linear múltipla, estimado pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemico (GMM Sistemico), desenvolvido por Blundell e Bond (1998) e amplamente discutido na literatura de painéis dinâmicos (Arellano & Bond, 1991; Roodman, 2009; Wooldridge, 2010). Esta escolha decorre do caráter dinâmico das métricas de valor adicionado e da presença potencial de endogeneidade no modelo.

No contexto desta pesquisa, identificam-se cinco fontes plausíveis de endogeneidade: (i) persistência dinâmicas nas métricas de geração de valor adicionado, que justificam a inclusão de suas defasagens como regressores; (ii) causalidade reversa obtenção de incentivos fiscais e desempenho, empresas mais eficientes podem obter mais incentivos fiscais, e os incentivos podem melhorar o desempenho; (iii) simultaneidade entre decisões públicas e corporativas, especialmente no que diz respeito a incentivos fiscais e conexões políticas; (iv) heterogeneidade

INCENTIVOS FISCAIS FEDERAIS, CONEXÕES POLÍTICAS E GERAÇÃO DE VALOR ADICIONADO
EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

não observada correlacionada aos regressores (por exemplo, qualidade gerencial e poder de mercado); (v) erro de mensuração associado ao NIFF, pois se trata de uma variável derivada por AFE. Tais fatores justificam a adoção do GMM-Sistêmico, que permite a utilização de instrumentos internos válidos, baseados em defasagens, corrigindo vieses de simultaneidade e de variáveis omitidas.

Ao todo foram estimados quatro (4) modelos econométricos, quais sejam: valor adicionado sobre o ativo total (VAAT); valor adicionado sobre o patrimônio líquido (VAPL); valor adicionado sobre a receita líquida (VARL); e valor adicionado por empregado (VAEMP). Abaixo encontra-se o modelo utilizado.

$$y_{it} = \sum_{i=1}^k \alpha_i y_{i,t-1} + \beta_1 NIFF_{it} + \beta_2 CP_{it} + \beta_3 INTER_{it} + \beta_4 AUDIT_{it} + \beta_5 CRISE_{it} \\ + \beta_6 END_{it} + \beta_7 INTG_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 SETUP_{it} + \beta_{10} TAM_{it} + v_{it} + u_i$$

em que:

y_{it} : *proxies* de geração de valor adicionado (VAAT; VAPL; VARL; e VAEMP);

$\sum_{i=1}^k \alpha_i y_{i,t-1}$: defasagens das *proxies* de geração de valor adicionado;

NIFF: nível de incentivos fiscais federais;

CP: *proxies* de conexão política (CPDC, CPAE e CPPG);

INTER: interações entre nível de incentivo fiscal federal e as *proxies* de conexões políticas;

AUDIT: *dummy* que assume valor igual 1 (um) se empresa é auditada por *Big Four*; e 0 (zero) caso contrário;

CRISE: *dummy* que assume valor igual a 1 (um) em períodos de crise; e 0 (zero) caso contrário;

END: endividamento.

INTG: nível de intangibilidade;

ROA: retorno sobre os ativos médios;

SETUP: variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) se empresa pertence ao setor de utilidade pública; e 0 (zero) caso contrário;

TAM: tamanho (\ln do total de ativos);

v_{it} : termo de erro do modelo; e

u_i : heterogeneidade não observada.

Os resultados devem ser interpretados como relações condicionais ao modelo e aos pressupostos subjacentes. A adoção do estimador GMM-Sistêmico fundamenta-se em evidências de (i) persistência dinâmica nas métricas de geração de valor adicionado (defasagens relevantes); (ii) causalidade reversa entre desempenho e obtenção de incentivos; (iii) simultaneidade entre decisões públicas e corporativas; (iv) heterogeneidade não observada correlacionada aos regressores (por exemplo, qualidade gerencial e poder de mercado); (v) erro de mensuração no índice de incentivos fiscais (NIFF), decorrente de sua construção por análise fatorial.

O método utiliza instrumentos internos baseados em defasagens, sob a suposição de ausência de autocorrelação de segunda ordem nos resíduos e de validade dos instrumentos, avaliadas pelos testes AR (1), AR (2), Sargan, Hansen e Dif-Hansen, apresentados nas tabelas de resultados. Dadas essas condições, as estimativas são apresentadas em termos associativos, sem implicações de causalidade.

4.4 Variáveis da pesquisa

As variáveis dependentes, independentes e de controle estão descritas no Quadro 2.

Quadro 2: Variáveis da pesquisa.

Variáveis Dependentes		
Variáveis / Operacionalização	Autores	
<p>Valor adicionado sobre o ativo:</p> $VAAT = \frac{\text{Valor Adicionado}}{\text{Ativo Total (Médio)}}$	Cosenza (2003); Cunha et al. (2005); Santos et al. (2007); Marostica e Petri (2017); Gelbcke et al. (2018); Rezende et al. (2019); Bianchet et al. (2019); Einsweiller et al. (2020).	
<p>Valor adicionado sobre o patrimônio líquido:</p> $VAPL = \frac{\text{Valor Adicionado}}{\text{Patrimônio Líquido (Médio)}}$		
<p>Valor adicionado sobre a receita:</p> $VARL = \frac{\text{Valor Adicionado}}{\text{Receita Líquida}}$		
<p>Valor adicionado por empregado:</p> $VAEMP = \ln \frac{\text{Valor Adicionado}}{\text{Nº de Empregados}}$		
Variáveis Independentes		
Variáveis / Operacionalização	Sinal Esperado	Autores
Nível de incentivos fiscais federais (NIFF) Análise Fatorial	+	Camilo <i>et al.</i> (2012); Wu <i>et al.</i> (2012); Su e Fung (2013); Zhang <i>et al.</i> (2014); Brown <i>et al.</i> (2015); Pinheiro <i>et al.</i> (2016); Saeed <i>et al.</i> (2016); Maaloul <i>et al.</i> (2018); Silva <i>et al.</i> (2018); Koprowski <i>et al.</i> (2019); Lin e Jin (2021); e Einsweiller <i>et al.</i> (2020).
Conexão política pelo alto escalão (CPAE): Valor igual a 1 = quando o diretor (CEOs) e membros do conselho de administração (Diretor e/ou Vice-Diretor) possuem background político. Valor igual a 0 = caso contrário.	+	
Conexão política por doações a campanhas (CPDC): Valor igual a 1 = quando a empresa, presidente (CEO) ou membro do conselho de administração (Presidente e/ou Vice-Presidente) tiver realizado doações a campanhas eleitorais nos pleitos de 2010, 2014 e 2018. Valor igual a 0 = caso contrário.	+	
Conexões políticas por participação acionária do governo (CPPG): Valor igual a 1 = quando o governo possui participação acionária na empresa de forma direta ou indireta; Valor igual a 0 = caso contrário.	+	
Variável de interação (INTER): Interação entre: o nível de incentivos fiscais federais (NIFF) e conexões políticas (CPAE, CPPG e CPDC).	-	
Variáveis de Controle		
Variáveis / Operacionalização	Sinal Esperado	Autores
Auditoria (AUDIT): Valor igual a 1: auditoria BIG4; Valor igual a zero: caso contrário.	+	Loureiro et al. (2011); Chow et al. (2017); Qu e Harris (2019); Carlos Filho e Wickboldt (2019); Rezende et al. (2019);

INCENTIVOS FISCAIS FEDERAIS, CONEXÕES POLÍTICAS E GERAÇÃO DE VALOR ADICIONADO
EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

Crise Econômica (CRISE): Valor igual a 1: períodos de crise; Valor igual a zero: caso contrário.	-	Saac e Rezende (2019); Einsweiller et al. (2020).
Endividamento (END): $END = \frac{\text{Exigível Total (PC + PNC)}}{\text{Ativo Total}}$	-	
Intangível (INTG): $INTG = \frac{\text{Ativo Intangível}}{\text{Ativo Total}}$	+	
Rentabilidade (ROA): $ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total (médio)}}$	+	
Setor (SETUP): Valor igual a 1: Setor de UP; Valor igual a 0: caso contrário.	+	
Tamanho (TAM): $TAM = \ln(\text{Ativo})$	+	
Obs.: Para operacionalizar a variável CPDC, identificaram-se as doações eleitorais realizadas pelas empresas da amostra e pelos membros do alto escalão (CEO, Presidente e Vice-Presidente do Conselho de Administração). Para os pleitos federais de 2010 e 2014, utilizaram-se os números de CNPJ das empresas, período em que as doações corporativas eram permitidas. Após a proibição de doações por pessoas jurídicas pela Lei nº 13.165/2015 e pela decisão do STF (ADI 4650/2015), a identificação das doações no pleito federal de 2018 foi realizada por meio dos CPFs dos membros do alto escalão.		

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para analisar as relações entre incentivos fiscais federais, conexões políticas e geração de valor adicionado, selecionaram-se variáveis de controle que representam características relevantes das empresas e que possam influenciar tanto as variáveis dependentes quanto as independentes. As variáveis de controle foram definidas com base na literatura nacional e internacional e contemplam os seguintes aspectos: i) Auditoria: consideraram-se as empresas denominadas Big Four, quais sejam: Deloitte, PricewaterhouseCoopers (PwC), Ernst & Young (EY) e KPMG; ii) Crise econômica: consideraram-se os períodos de recessão econômica, a partir da análise de redução do produto interno bruto (PIB), situação identificada nos anos 2016 e 2020 (Ipeadata, 2021); iii) Endividamento: representa a dependência da empresa em relação ao capital de terceiros; iv) Intangível: mensura a participação dos ativos intangíveis em uma empresa; v) Rentabilidade: mensura o desempenho de uma empresa; vi) Setor: o setor de utilidade pública foi baseado no estudo de Einsweiller et al. (2020), visto que possui maior acesso a benefícios fiscais; e vii) Tamanho: está relacionado ao porte das empresas.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1 Análise Fatorial

Na Tabela 1 apresentam-se os resultados estatísticos para validação da Análise Fatorial, técnica utilizada no desenvolvimento da variável nível de incentivos fiscais federais (NIFF). Para a construção do índice, utilizou-se apenas um fator obtido a partir da combinação linear das variáveis originais. Dessa forma, procedeu-se com a análise da maior proporção explicada da variabilidade total dos dados.

Tabela 1: Estatísticas de validação - Análise Fatorial.

Autovalor	Proporção explicada	Teste LR	Estatística KMO
1,5327	48,48%	2222,98***	55,09%

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: As significâncias estatísticas do teste LR estão representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

Observa-se que o autovalor associado ao NIFF é maior do que 1,00 (um) segundo a qual a matriz de correlação equivale a identidade (inexistência de correlação entre as variáveis). Por fim, a estatística de ajuste KMO sinaliza a viabilidade de aplicação da análise fatorial com valor superior a 0,50. Considerou-se o primeiro fator, que foi responsável pela explicação de 48,48% da variabilidade total dos dados. Esse foi o fator de maior relevância entre os extraídos.

5.2 Nível de Incentivos Fiscais Federais (NIFF)

Nesta pesquisa analisou-se a evolução do nível de incentivos fiscais federais no período entre 2011 a 2021. Dada a assimetria dos dados, utilizou-se a mediana como estatística de referência. Os resultados se encontram na Figura 1.

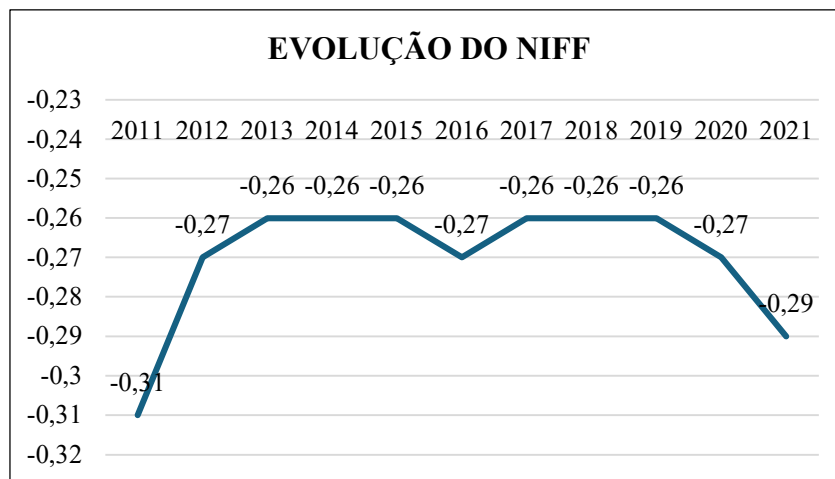


Figura 1: Evolução dos incentivos fiscais federais.
Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o NIFF se manteve entre -0,31 e -0,29, ou seja, abaixo da média (0,00). Nos períodos de 2016, 2020 e 2021 observa-se uma queda no nível de incentivos fiscais federais. Ressalta-se que o ano de 2016 foi marcado pela maior recessão econômica recente. Já os anos de 2020 e 2021 foram marcados pela crise (COVID-19), afetando intensamente a atividade econômica. Em 2011 observou-se o menor NIFF. Registra-se que a divulgação de informações relacionadas aos incentivos fiscais se tornou obrigatória a partir das alterações introduzidas pelo CPC 07-R1 em 2010.

Para analisar as variáveis quantitativas (VAAT, VAPL, VARL e VAEMP) foram aplicados testes de diferenças entre grupos com base no nível de incentivos fiscais federais (NIFF), classificado em $NIFF < 0,00$ e $NIFF > 0,00$. O objetivo foi avaliar se existem diferenças estatisticamente significativas entre os grupos.

As variáveis foram submetidas ao teste Doornik-Hansen, que testa a normalidade dos dados. Os resultados apontaram a rejeição da hipótese nula (H_0), que assume a distribuição gaussiana. Assim, procedeu-se com a utilização do teste não paramétrico de Mann-Whitney. Os resultados se encontram na Tabela 2.

Tabela 2:

Teste de diferenças de médias de *Mann-Whitney*.

Variáveis de geração de valor adicionado

INCENTIVOS FISCAIS FEDERAIS, CONEXÕES POLÍTICAS E GERAÇÃO DE VALOR ADICIONADO
EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

Variáveis	Estatística Z	P-valor
VAAT	-5,507***	0,0000
VAPL	-6,821***	0,0000
VARL	-7,755***	0,0000
VAEMP	-7,274***	0,0000

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da Tabela 2 verifica-se diferenças estatisticamente significativas para todas as variáveis analisadas: valor adicionado sobre o ativo (VAAT); valor adicionado sobre o patrimônio líquido (VAPL); valor adicionado sobre a receita líquida (VARL); e valor adicionado por empregado (VAEMP).

Na Tabela 3 encontra-se as estatísticas descritivas das variáveis pertencentes a cada grupo (NIFF > 0,00 e NIFF < 0,00).

Tabela 3: Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas

Variáveis de geração de valor adicionado (NIFF > 0,00)						
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	CV
VAAT	0,3300	0,3541	0,2012	-0,0200	1,3700	56,81%
VAPL	0,8100	1,0197	0,8887	-0,0400	9,1000	87,15%
VARL	0,5500	0,5339	0,2120	-0,0700	1,3500	39,71%
VAEMP	5,8700	6,5202	2,2194	2,9400	14,020	34,04%
Variáveis de geração de valor adicionado (NIFF < 0,00)						
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	CV
VAAT	0,270	0,2897	0,1673	-0,0400	1,280	57,74%
VAPL	0,570	0,7611	0,9531	-0,0700	15,610	125,23%
VARL	0,430	0,4475	0,2795	-0,1700	5,610	62,46%
VAEMP	5,150	5,6299	1,6983	1,3900	12,270	30,17%

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se elevada dispersão ao redor da média amostral (coeficiente de variação) evidenciando baixa homogeneidade. Este comportamento pode estar associado à distinção das empresas em porte e setor de atuação. De forma complementar, analisaram-se os valores medianos das variáveis que apresentaram diferenças estatisticamente significativas.

5.3 Análise Econométrica

Para atender ao objetivo desta pesquisa: analisar as relações entre incentivos fiscais federais e geração de valor adicionado em empresas brasileiras listadas na B3, bem como, testar as hipóteses H_1 e H_2 foram estimados quatro modelos econométricos pelo (GMM-Sistêmico): i) valor adicionado sobre o ativo total (VAAT); ii) valor adicionado sobre o patrimônio líquido (VAPL); iii) valor adicionado sobre a receita líquida (VARL); e iv) valor adicionado por empregado (VAEMP). Os resultados se encontram na Tabela 4.

As estimativas obtidas pelo GMM-Sistêmico mantêm consistência com os pressupostos do modelo, apresentando o padrão esperado de autocorrelação de segunda ordem [AR (2)], condição necessária para a validade dos instrumentos em defasagem. Os testes de Sargan e Hansen, complementados pelo Dif-Hansen, não rejeitam as restrições sobreidentificadas, indicando adequação dos instrumentos utilizados. Em conformidade com a literatura sobre modelos dinâmicos em painel, privilegia-se a interpretação dos resultados de Hansen e Dif-Hansen quando há elevado número de instrumentos. Dessa forma, os resultados reforçam a robustez das estimativas, que devem ser compreendidas como associações condicionais ao modelo, sem implicações causais diretas.

Não obstante a adequação dos testes de especificação, observa-se que parte dos coeficientes apresentou insignificância estatística. Essa característica pode estar associada a dois fatores principais: (i) o elevado número de variáveis incluídas simultaneamente no modelo, especialmente três proxies de conexões políticas e quatro variáveis derivadas do ativo total, fato que tende a ampliar a variância dos estimadores; e (ii) a natureza dinâmica do GMM-Sistêmico, que, ao incluir a defasagem da variável dependente como regressor, absorve parcela substantiva da variabilidade explicada, reduzindo o espaço para significância adicional dos demais coeficientes.

Vale ressaltar que, apesar de estarem todas relacionadas ao ativo total, as variáveis de controle TAM, ROA, END e INTG capturam dimensões conceitualmente distintas (porte, desempenho, estrutura de capital e composição patrimonial). Os testes Hansen e AR (2) indicam ausência de problemas estruturais decorrentes dessa escolha. Quanto à inclusão simultânea das variáveis CPAE, CPDC e CPPG, optou-se por mantê-las conjuntamente, pois representam mecanismos distintos de influência política. Estimá-las em modelos separados poderia gerar viés por variável omitida, uma vez que cada uma captura dimensões específicas de interação entre empresas e governo.

Tabela 4: Modelos estimados para incentivos fiscais federais, conexões políticas e geração de valor adicionado

MODELOS	VAAT	VAPL	VARL	VAEMP
Regressores	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
Defasagem	0,8685***	0,8840***	0,5685***	0,9633***
NIFF	0,0290**	0,1472***	0,0030	-0,0137
CPAE	0,0148	0,0340	-0,0026	-0,0131
CPDC	0,0001	-0,0549**	-0,0180	-0,0558*
CPPG	0,0090	-0,0002	0,0113	0,0350
NIFF*CPAE	-0,0108	-0,0658	0,0149	-0,0125
NIFF*CPDC	-0,0196*	-0,0937*	-0,0122	-0,0095
NIFF*CPPG	-0,0132	-0,0570	-0,0030	0,0178
AUDIT	0,0056	-0,0285	0,0170	-0,0347
CRISE	-0,0083*	0,0259	0,0027	0,0425
END	-0,0189	-0,1309	-0,0660	0,2320*
INTG	0,1071*	0,0172	0,1453*	-0,0438
ROA	0,0770	0,2088	0,2422*	2,3212***
SETUP	-0,0299**	-0,0574	0,0674**	0,0024
TAM	-0,0074	-0,0208	-0,0033	0,0375**
Constante	0,1974	0,6442*	0,2538	-0,7642**
AR1	-2,34**	-2,54**	-3,98***	-3,45***
AR2	-0,60	0,60	-0,58	0,77
Sargan	236,92***	211,54***	263,20***	356,38***
Hansen	91,33	94,55	95,95	93,55
Dif-Hansen	87,76	83,31	90,53	99,76
Wald	15749,28***	8297,88***	5851,32***	336936,55***
Nº de observações	1090	1090	1080	1055
Nº de grupos	110	110	109	109
Nº de instrumentos	112	112	154	226

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: AR (1) e AR (2) - verificação da existência de autocorrelação de primeira e segunda ordem entre os termos de erros; testes de Sargan e Hansen verificam o pressuposto de exogeneidade dos instrumentos; Dif-Hansen – validade da abordagem GMM – Sistêmico. As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

INCENTIVOS FISCAIS FEDERAIS, CONEXÕES POLÍTICAS E GERAÇÃO DE VALOR ADICIONADO EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

Quanto ao nível de incentivo fiscal federal, a variável (NIFF) foi significativa e positiva nos modelos (VAAT e VAPL). Com base nos resultados, observa-se associação entre maior nível de incentivos fiscais federais e maior valor adicionado a partir do ativo, bem como maior valor adicionado aos acionistas. Os achados corroboram o estudo de Rezende et al. (2019), que indica relação positiva entre incentivos fiscais e a geração de margens e do valor adicionado das empresas. Os autores utilizaram a variável (VAAT); não foram encontrados trabalhos que utilizaram a variável (VAPL). Ressalta-se que Mayende (2013) e Einsweiller et al. (2020) utilizaram o \ln do valor adicionado e constataram associação significativa e positiva entre incentivos fiscais federais e geração de valor adicionado. Empresas que usufruem de benefícios fiscais e, não possuem conexões políticas apresentam maior geração de valor adicionado (Einsweiller et al., 2020). As variáveis (VARL e VAEMP) foram não significativas, impossibilitando inferências estatísticas.

A ausência de significância em VARL e VAEMP pode refletir diferenças estruturais na formação dessas métricas, que são menos sensíveis à diversidade de incentivos fiscais (NIFF). Além disso, o controle dinâmico via defasagens tende a absorver a variação explicada de curto prazo, reduzindo o coeficiente direto de NIFF.

De forma adicional, procedeu-se à análise das relações entre conexões políticas (CPAE, CPDC e CPPG) e a geração de valor adicionado.

No que se refere à conexão política por doação a campanha e valor adicionado, a variável (CPDC) foi significativa e negativa nos modelos (VAPL e VAEMP), indicando associação segundo a qual o estabelecimento de vínculos entre empresas e governo a partir de doações a campanhas eleitorais afeta de forma negativa o valor adicionado. Ressalta-se que Einsweiller et al. (2020) encontrou resultado negativo entre conexões políticas estabelecidas pelo alto escalão e a geração de valor adicionado. As variáveis (CPAE e CPPG) foram não significativas em todos os modelos, impossibilitando inferências. A insignificância de CPAE e CPPG pode decorrer da elevada correlação entre mecanismos de influência política, tema amplamente discutido na literatura, e do número de controles presentes no modelo, fatores que diluem a significância sem invalidar os efeitos estimados.

Para estimar os modelos foram realizadas interações nível de incentivos fiscais federais (NIFF) e conexões políticas (CPAE, CPDC e CPPG). O objetivo foi analisar se a associação conjunta dessas variáveis afeta a geração de valor adicionado nas empresas. Registra-se que não foram encontrados estudos com essa abordagem. Assim, destacam-se os seguintes achados:

Na interação entre as variáveis (NIFF e CPDC), o resultado foi significativo e negativo nos modelos (VAAT e VAPL). Os achados sugerem que empresas com maior nível de incentivos fiscais federais e que estabelecem conexão política por doação a campanha associação conjunta a menor valor adicionado nos ativos e menor valor adicionado aos acionistas. Os achados estão em consonância com a literatura (Einsweiller, 2020 e Zhang et al., 2014). As interações (NIFF e CPAE) e (NIFF e CPPG) foram não significativas em todos os modelos, impossibilitando inferências.

Esse padrão sugere que apenas a dimensão financeira da conexão política (doações) interage de modo significativo com o nível de incentivos fiscais, possivelmente por envolver compromissos explícitos entre empresas e atores políticos. Já os vínculos pessoais (CPAE) e a participação estatal (CPPG), parecem não gerar efeitos conjuntos relevantes quando combinados à diversidade de incentivos fiscais federais.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo analisar os efeitos dos incentivos fiscais federais e das conexões políticas sobre a geração de valor adicionado em empresas brasileiras listadas na B3,

bem como verificar se as conexões políticas moderam a relação entre incentivos fiscais e valor adicionado, no período de 2011 a 2021. Para isto, procedeu-se com a análise de quatro modelos econométricos (VAAT, VAPL, VARL e VAEMP). Os achados corroboram as hipóteses delineadas (H1 e H2).

Em relação à H1, observa-se associação estatisticamente significativa e positiva entre níveis mais elevados de incentivos fiscais federais e maior valor adicionado. Em particular, evidenciam-se relações positivas com o valor adicionado a partir dos ativos totais e com o valor adicionado aos acionistas (VAAT e VAPL). Esses achados estão consistentes com relação positiva entre incentivos fiscais federais e a geração de riqueza empresarial. Os resultados devem ser interpretados como relações condicionais ao modelo e aos pressupostos do estimador.

Em relação à H2, observa-se que empresas brasileiras listadas na B3 que apresentam maior nível de incentivos fiscais federais, quando combinado com o estabelecimento de conexões políticas, apresentam menor valor adicionado, evidenciando o efeito moderador negativo dessas conexões. Em particular, a evidência indica que a combinação entre maior nível de incentivos fiscais federais e conexões políticas por doação a campanha (CPDC) está associada à redução do valor adicionado, reforçando o papel moderador negativo dessas conexões. Dessa forma, as conexões políticas (CPDC), em conjunto com o nível de incentivos fiscais federais (NIFF), relacionam-se negativamente à geração de valor adicionado.

Ao analisar as conexões políticas (CPAE, CPDC e CPPG) sobre a geração de valor adicionado, observa-se que a variável CPDC foi estatisticamente significativa e negativa, indicando relação negativa entre a conexão política por doação a campanha e a geração de valor adicionado aos acionistas (VAPL) e o valor adicionado por empregado (VAEMP).

Em síntese, os achados obtidos são coerentes com o objetivo da pesquisa. Assim, os achados são consistentes com relação significativa e positiva entre incentivos fiscais federais e a geração de valor adicionado (VAAT e VAPL). No entanto, observa-se relação negativa entre o estabelecimento de conexões políticas e a geração de valor adicionado ao acionista e ao empregado (VAPL e VAEMP).

Esses achados podem promover reflexões sobre as práticas envolvendo incentivos fiscais federais no Brasil. Observa-se que a maior diversidade de tipos de incentivos fiscais federais (NIFF) relaciona-se positivamente às métricas de valor adicionado das empresas e dos acionistas, contudo, tal relação não se verifica para o valor adicionado por empregado (VAEMP). Adicionalmente, ressalta-se que conexões políticas por doação a campanha (CPDC) mantêm associação negativa com o valor adicionado, sobretudo para acionistas e empregados. Ademais, as doações a campanhas eleitorais são uma prática proibida às pessoas jurídicas conforme Lei nº 13.165/2015; ainda assim, evidências documentais indicam que tais contribuições podem ocorrer indiretamente por meio de dirigentes ou membros do conselho de administração.

Ao desenvolver esta pesquisa, algumas limitações foram encontradas, dentre elas, destacam-se: i) o estudo de empresas listadas na B3, o que impossibilita a generalização dos resultados; ii) a operacionalização da variável nível de incentivos fiscais federais (NIFF) a partir da divulgação de informações em notas explicativas; iii) a operacionalização das variáveis de conexões políticas, em especial, a conexão política por doação a campanha (CPDC). Entretanto, as limitações não prejudicam ou invalidam os resultados encontrados. Trata-se de observações realizadas no intuito de contribuir para o aperfeiçoamento de novas pesquisas. Para pesquisas futuras sugere-se proceder com a análise das relações entre incentivos fiscais, sustentabilidade e governança corporativa.

Além dos diagnósticos do GMM-Sistêmico já apresentados (AR(1)/AR(2), Sargan/Hansen e Dif-Hansen), reconhecem-se algumas limitações inerentes ao modelo: (i)

INCENTIVOS FISCAIS FEDERAIS, CONEXÕES POLÍTICAS E GERAÇÃO DE VALOR ADICIONADO
EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

natureza não causal das inferências; (ii) possível sensibilidade a especificações alternativas, como estimadores em painel com efeitos fixos, diferentes níveis de winsorização e variações nas proxies de conexões; e (iii) mensuração do índice de incentivos fiscais (NIFF) por meio da análise fatorial. Apesar dessas restrições, os testes de especificação sustentam a consistência das estimativas dentro dos pressupostos adotados. Assim, pesquisas futuras podem ampliar a robustez dos achados mediante o uso de amostras expandidas e modelos complementares.

REFERÊNCIAS

- Afonso, J. R. R., & Castro, K. (2018). Arrecadação tributária brasileira: Uma avaliação atualizada. *Cadernos FGV Projetos*, 13(34), 65–79.
<https://joserobertoafonso.com.br/arrecadacao-tributaria-brasileira-afonso-castro/>
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (2001). Do some outside directors play a political role? *The Journal of Law and Economics*, 44(1), 179–198.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data* (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Banco Central do Brasil. (2025). Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF) – Relação de Pronunciamentos Contábeis Aplicáveis. Recuperado de <https://cosif.com.br/publica.asp?arquivo=cosife4-00-00>
- Barbieri, J. C. (1984). Incentivos fiscais à produção de tecnologia. *Revista de Administração*, 19(1), 50–59.
- Baysinger, B. D. (1984). Domain maintenance as an objective of business political activity: An expanded typology. *Academy of Management Review*, 9(2), 248–258.
<https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277642>
- Bazuchi, K. R. V., Zacharias, S. A. D. S., Broering, L. W., Arreola, M. F., & Bandeira-de-Mello, R. (2013). The role of home country political resources for Brazilian multinational companies. *BAR - Brazilian Administration Review*, 10, 415–438.
<https://doi.org/10.1590/S1807-76922013000400004>
- Bianchet, T. D. S. A., Mazzioni, S., Zanin, A., & de Moura, G. D. (2019). Diferenças no valor adicionado em empresas familiares e não familiares listadas na BM&FBovespa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(1), 85–104.
<https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i1.39681>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143.
[https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Brasil. (1966). Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Diário Oficial da União. Recuperado de https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/15172.htm
- Brasil. (1976). Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da União. Recuperado de https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404.htm

- Brasil. (1988). Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF: Presidência da República. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm
- Brasil. (2007). Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404/1976 e da Lei nº 6.385/1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Diário Oficial da União. Recuperado de https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/111638.htm
- Brasil. (2009). Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009. Dispõe sobre a renegociação de dívidas tributárias e altera a legislação tributária federal. Diário Oficial da União. Recuperado de https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/111941.htm
- Brasil. (2015). Lei nº 13.165, de 29 de setembro de 2015. Altera dispositivos da Lei nº 6.404/1976, da Lei nº 6.385/1976, e institui normas relativas a assembleias de acionistas e deliberações societárias. Diário Oficial da União. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113165.htm
- Brasil. (2025). Lei Complementar nº 214, de 16 de janeiro de 2025. Diário Oficial da União. Recuperado de https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp214.htm
- Brown, J. L., Drake, K., & Wellman, L. (2015). The benefits of a relational approach to corporate political activity: Evidence from political contributions to tax policymakers. *The Journal of the American Taxation Association*, 37(1), 69–102. <https://doi.org/10.2308/atax-50908>
- Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões políticas e desempenho: um estudo das firmas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(6), 806–826. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552012000600003>
- Carlos Filho, F. A., & Wickboldt, L. A. (2019). Criação de valor: um estudo com foco na concessão de subvenção governamental. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(2), 141–153. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i2.41720>
- Chow, T., Hoopes, J. L., & Maydew, E. L. (2018). US firms on foreign (tax) holidays. *Kenan Institute of Private Enterprise Research Paper* (18-3). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3018819>
- Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 554–580. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.003>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2008). Pronunciamento técnico CPC 09: Demonstração do valor adicionado. Recuperado de <http://www.cpc.org.br/CPC/DocumentosEmitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=40>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2008). *Pronunciamento técnico CPC 07 – Subvenção e Assistência Governamentais* (revogado). Recuperado de <http://www.cpc.org.br/>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2010). Pronunciamento técnico CPC 07 (R1): Subvenção e assistência governamentais. Recuperado de

INCENTIVOS FISCAIS FEDERAIS, CONEXÕES POLÍTICAS E GERAÇÃO DE VALOR ADICIONADO EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

<http://www.cpc.org.br/CPC/DocumentosEmitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=38>

- Correia Neto, C. D. B. (2016). *O avesso do tributo: incentivos e renúncias fiscais no direito brasileiro*. (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Cosenza, J. P. (2003). A eficácia informativa da demonstração do valor adicionado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 14(SPE), 7–29. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772003000400001>
- Cunha, J. V. A., Ribeiro, M. S., & Santos, A. (2005). A demonstração do valor adicionado como instrumento de mensuração da distribuição da riqueza. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16(37), 7–23. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772005000100001>
- Easson, A., & Zolt, E. M. (2002). *Tax incentives*. World Bank Institute. Recuperado de <https://silo.tips/download/tax-incentives-alex-easson-and-eric-m-zolt>
- Ecco, I. (2010). *Conselhos de administração das empresas reguladas no Brasil: conexões políticas e o seu desempenho*. (Dissertação de Mestrado). Universidade do Vale do Itajaí, Santa Catarina, SC, Brasil.
- Einsweiller, A. C., Dal Magro, C. B., & Mazzioni, S. (2020). Diferentes efeitos dos vínculos políticos e de benefícios fiscais na geração de valor adicionado. *Contabilidade Vista & Revista*, 31(3), 97–121. <https://doi.org/10.22561/cvr.v31i2.5633>
- Emenda Constitucional nº 132, de 20 de dezembro de 2023. (2023). Altera o Sistema Tributário Nacional. Recuperado de https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/Emendas/Emc/emc132.htm
- Fabretti, L. M. (2016). *Contabilidade tributária* (16a ed.). São Paulo: Atlas.
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American Economic Review*, 96(1), 369–386.
- Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 91(4), 1095–1102.
- Formigoni, H. (2008). *A influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras*. (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Gelbcke, E. R., Santos, A., Iudícibus, S., & Martins, E. (2018). *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades: de acordo com as normas internacionais e do CPC* (3ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Harada, K. (2011). Incentivos fiscais: limitações constitucionais e legais. Âmbito Jurídico. Recuperado de <https://ambitojuridico.com.br/cadernos/direito-tributario/incentivos-fiscais-limitacoes-constitucionais-e-legais/>
- 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., & Keim, G. (1995). International variation in the business-government interface: Institutional and organizational considerations. *Academy of*

- Management Review*, 20(1), 193–214.
<https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503272003>
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), 1404–1427.
<https://doi.org/10.1177/0149206309343469>
- Ipeadata. (2021). Produto interno bruto (PIB) real (PAN4_PIBPMG4). Recuperado de <http://www.ipeadata.gov.br/exibeserie.aspx?serid=38414>
- Iudícibus, S. de, Martins, E., Gelbcke, E. R., & Santos, A. dos. (2010). *Manual de contabilidade societária: Aplicável a todas as sociedades: De acordo com as normas internacionais e do CPC*. Atlas.
- Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 351–382. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00255-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00255-6)
- Koprowski, S., Krein, V., Barichello, R., Mazzioni, S., & Dal Magro, C. B. (2019). Influência das conexões políticas e da evidencição socioambiental no custo de capital. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 17(2), 98–128. <http://dx.doi.org/10.19094/contextus.v17i2.40358>
- Lazzarini, S. G. (2018). *Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões* (2a ed.). São Paulo: BEI Comunicações.
- Lazzarini, S. G., & Musacchio, A. (2010). Leviathan as a minority shareholder: A study of equity purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995–2003. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1713429>
- Li, X., & Jin, Y. (2021). Do political connections improve corporate performance? Evidence from Chinese listed companies. *Finance Research Letters*, 41, 101871. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101871>
- Loureiro, D. Q., Gallon, A. V., & De Luca, M. M. M. (2011). Subvenções e assistências governamentais (SAG): evidencição e rentabilidade das maiores empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(13), 34–54. <https://doi.org/10.11606/rco.v5i13.34803>
- Maaloul, A., Chakroun, R., & Yahyaoui, S. (2018). The effect of political connections on companies' performance and value: Evidence from Tunisian companies after the revolution. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(2), 185–204. <https://doi.org/10.1108/JAEE-12-2016-0105>
- Marcon, R., Bandeira de Mello, R. B., & Alberton, A. (2008). Teoria instrumental dos stakeholders em ambientes turbulentos: uma verificação empírica utilizando doações políticas e sociais. *Brazilian Business Review*, 5(3), 289–308.
- Marostica, J., & Petri, S. M. (2017). Custo-benefício dos incentivos fiscais e indicadores de desempenho: um estudo de caso na empresa Grendene S/A. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(3), 136–152.
- Mayende, S. (2013). The effects of tax incentives on firm performance: Evidence from Uganda. *Journal of Politics and Law*, 6, 95. <http://dx.doi.org/10.5539/jpl.v6n4p95>
- Melo, Á. J. M. (2015). Premissas para uma abordagem jurídica dos incentivos fiscais. In H. de B. Machado (Org.), *Regime jurídico dos incentivos fiscais*. Malheiros.

- INCENTIVOS FISCAIS FEDERAIS, CONEXÕES POLÍTICAS E GERAÇÃO DE VALOR ADICIONADO EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3
- Mingoti, S. A. (2007). *Análise de dados através de métodos estatísticos multivariados: uma abordagem aplicada*. Belo Horizonte: Editora UFMG.
- Pascual, J. G. (2016). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera: fundamentos teóricos y aplicaciones*. Madrid: Ediciones Pirámide.
- Perez, M. M., & Famá, R. (2006). Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(40), 7–24. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000100002>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York, NY: Harper & Row.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Stanford University Press.
- Pinheiro, B. G., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. D. (2016). Conexões políticas nas maiores companhias listadas na BM&FBovespa. *Revista Eletrônica de Administração*, 22, 394–418. <https://doi.org/10.1590/1413-2311.1622015.60360>
- Qu, T., & Harris, R. (2019). Does support from government help firms survive? Evidence on financial and political assistance in China, 1998–2007. *Applied Economics*, 51(5), 528–541. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1494816>
- Rezende, A. J. (2015). *Avaliação do impacto dos incentivos fiscais sobre os retornos e as políticas de investimento e financiamento das empresas* [Tese de livre-docência, Universidade de São Paulo]. <https://doi.org/10.11606/T.96.2015.tde-19052021-105307>
- Rezende, A. J., Dalmácio, F. Z., & Rathke, A. A. T. (2019). Avaliação do impacto dos incentivos fiscais sobre os retornos e as políticas de investimento e financiamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, 14(4), 28–49. <https://doi.org/10.4270/ruc.2018426>
- Roodman, D. (2009). A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71(1), 135–158.
- Saac, D. M. P., & Rezende, A. J. (2019). Análise das características determinantes das empresas que usufruem de Subvenções e Assistências Governamentais. *Revista Universo Contábil*, 15(2), 116–136. <https://doi.org/10.4270/ruc.2019215>
- Saeed, A., Belghitar, Y., & Clark, E. (2016). Do political connections affect firm performance? Evidence from a developing country. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(8), 1876–1891. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1041845>
- Sahoo, B. B., & Pramanik, A. K. (2017). Value added: technique for corporate performance measurement under social perspective. *Kinerja*, 21(1), 109. <https://doi.org/10.24002/kinerja.v21i1.1038>
- Samuels, D. (2001). Money, elections, and democracy in Brazil. *Latin American Politics and Society*, 43(2), 27–48. <https://doi.org/10.1111/j.1548-2456.2001.tb00398.x>
- Santos, A., Chan, B. L., & Silva, F. L. (2007). Análise dos impactos da privatização na distribuição de riqueza a partir da demonstração do valor adicionado. *Revista Universo Contábil*, 3(2), 6–21. <https://doi.org/10.4270/ruc.20073>
- Silva, J. C. D., 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

Natália G. de Oliveira, José R. S. Francisco, Jacqueline V. A. da Cunha, Renata T. Takamatsu

- B3. *Brazilian Business Review*, 15, 317–330.
<https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.4.1>
- Silveira, A. C., & Scaff, F. F. (2015). Incentivos fiscais na federação brasileira. In H. de B. Machado (Org.), *Regime jurídico dos incentivos fiscais* (pp. 19–53). Malheiros.
- Su, Z. Q., & Fung, H. G. (2013). Political connections and firm performance in Chinese companies. *Pacific Economic Review*, 18(3), 283–317.
<https://doi.org/10.1111/1468-0106.12025>
- Unafisco Nacional. (2023). Nota Técnica Unafisco nº 27/2023. *De gastos tributários à concretização dos privilégios tributários: Prilegiômetro Tributário de 2023*. Recuperado de https://privilegiometrotributario.org.br/images/Nota_Tecnica_27-Privilegiometro_2023.pdf
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). MIT Press.
- Wu, W., Wu, C., Zhou, C., & Wu, J. (2012). Political connections, tax benefits and firm performance: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(3), 277–300. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2011.10.005>
- Zhang, H., Li, L., Zhou, D., & Zhou, P. (2014). Political connections, government subsidies and firm financial performance: Evidence from renewable energy manufacturing in China. *Renewable Energy*, 63, 330–336.
<https://doi.org/10.1016/j.renene.2013.09.029>