**Universidade de São Paulo
Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”**

**Governança corporativa em sociedades de economia mista: influência no
desempenho e valor**

Carolina Coletta

Dissertação apresentada para obtenção do título de
Mestra em Ciências. Área de concentração:
Administração

**Piracicaba
2019**

Carolina Coletta
Bacharela em Administração

**Governança corporativa em sociedades de economia mista: influência no
desempenho e valor**

Orientador:
Prof. Dr. **ROBERTO ARRUDA DE SOUZA LIMA**

Dissertação apresentada para obtenção do título de
Mestra em Ciências. Área de concentração:
Administração

Piracicaba
2019

DIVISÃO DE BIBLIOTECA – DIBD/ESALQ/USP

Coletta, Carolina

Governança corporativa em sociedades de economia mista: influência no desempenho e valor / Carolina Coletta. - - Piracicaba, 2019.

114 p.

Dissertação (Mestrado) - - USP / Escola Superior de Agricultura "Luiz de Queiroz".

1. Governança corporativa 2. Empresas estatais 3. Desempenho 4. Valor I. Título

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. Dr. Roberto Arruda de Souza Lima, pela oportunidade de realizar o mestrado, por sua paciência e dedicação em transmitir seus ensinamentos durante as orientações, aulas e demais atividades realizadas.

Aos professores do PPGA, por todo o conhecimento compartilhado durante as disciplinas, as quais foram fundamentais para minha formação acadêmica.

Ao Daniel Caixe, pelo auxílio na compreensão do método GMM, utilizado nesta dissertação.

Aos funcionários do Departamento de Economia, Administração e Sociologia, do Serviço de Pós-Graduação e Bibliotecas pelo auxílio sempre prestativo.

Aos amigos que tive a oportunidade de conhecer durante o mestrado, pela ótima convivência que tivemos nos últimos anos.

À minha família, pelo apoio na realização desta etapa que tanto almejei.

À CAPES, pelo apoio financeiro concedido durante todo o mestrado.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001

SUMÁRIO

RESUMO	5
ABSTRACT	6
LISTA DE FIGURA	7
LISTA DE TABELAS	8
LISTA DE QUADROS	9
LISTA DE SIGLAS.....	10
1. INTRODUÇÃO	11
1.1. JUSTIFICATIVA	12
1.2. PROBLEMA DE PESQUISA	14
1.3. OBJETIVOS	14
1.4. HIPÓTESES.....	15
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	17
2.1. FUNDAMENTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	17
2.1.1. Teoria da firma e Economia dos Custos de Transação	17
2.1.2. Teoria da agência	19
2.1.3. A função-objetivo da empresa	23
2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	26
2.2.1. Definições	27
2.2.2. Conselho de Administração	28
2.2.3. Códigos de melhores práticas de governança corporativa	33
2.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS ESTATAIS	39
2.4. EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESEMPENHO E VALOR	44
3. METODOLOGIA	51
3.1. FUNDAMENTOS DOS PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	51
3.2. CARACTERIZAÇÃO DA POPULAÇÃO E AMOSTRA	52
3.3. DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS	53
3.4. COLETA DE DADOS	61
3.5. LIMITAÇÕES DAS PESQUISAS EM GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	65
3.6. MÉTODOS DE REGRESSÃO MÚLTIPLA.....	67
4. RESULTADOS E DISCUSSÃO	73
4.1. ANÁLISE DESCRITIVA DA VARIÁVEL IGOV	73
4.2. ANÁLISE DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DEPENDENTES	82
4.3. ANÁLISE DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE	84
4.4. RESULTADOS DOS MÉTODOS DE REGRESSÃO	87
4.4.1. Relação entre governança corporativa e valor	88
4.4.2. Relação entre governança corporativa e desempenho	91
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	97
REFERÊNCIAS	101
APÊNDICES.....	113

RESUMO

Governança corporativa em sociedades de economia mista: influência no desempenho e valor

A governança corporativa é composta por diferentes mecanismos que visam minimizar os problemas advindos da relação de agência, estabelecida a partir da separação entre a propriedade e o controle das empresas. Nessa relação, os proprietários, ou principais, passaram a delegar a autoridade para a tomada de decisão aos gestores, ou agentes. No entanto, à medida que os interesses próprios dos gestores entram em conflito com os interesses dos proprietários das empresas, se faz necessária a implementação de mecanismos para monitorar tais agentes, a fim de garantir a tomada de decisão adequada para os negócios. No caso das empresas de controle estatal, além dos conflitos de agência, existem os problemas advindos da pressão política exercida sobre a administração, além dos conflitos no estabelecimento dos objetivos de tais empresas. Nesse sentido, as incertezas que cercam as estatais poderiam ser minimizadas através das boas práticas de governança corporativa, que promoveriam maior monitoramento e transparência. Portanto, a governança corporativa promove a tomada de melhores decisões, o uso de controles mais adequados, além da diminuição do custo de capital. Sendo assim, tais fatores poderiam impactar positivamente o desempenho das empresas que adotarem boas práticas de governança corporativa. Em face das especificidades das empresas estatais, o presente trabalho teve como objetivo verificar se existe relação significativa entre o nível de governança corporativa das sociedades de economia mista brasileiras e o desempenho e valor, durante o período de 2002 a 2017. Foi utilizado o índice de governança corporativa (IGOV) proposto por Silveira (2004) como base para mensurar o nível de governança corporativa das estatais. O desempenho foi mensurado pelos indicadores retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre o ativo (ROA), enquanto o valor foi aproximado pelo q de Tobin. Os dados foram analisados por meio de análise descritiva e análise de regressão múltipla pelo procedimento de Efeitos Fixos e Aleatórios, além de um método mais robusto – Método dos Momentos Generalizado (GMM) – para minimizar potenciais problemas de endogeneidade neste tipo de estudo. A estimação de um modelo mais robusto indica que há relação positiva, embora não significativa, entre o nível de governança corporativa e o valor das empresas; e relação negativa, porém não significativa, entre o nível de governança corporativa e o desempenho das sociedades de economia mista.

Palavras-chave: Governança corporativa; Empresas de controle estatal; Desempenho; Valor

ABSTRACT

Corporate governance of state-owned enterprises: influence on performance and firm value

Corporate governance considers different mechanisms that aim to minimize the problems derived from the agency relationship. The separation between ownership and control has made the owners – or principal – delegate the authority for decision-making to managers – the agents – establishing an agency relationship. However, as managers' own interests begin to conflict with the owner's interests, it is necessary to implement mechanisms to monitor these agents, in order to assure a proper decision-making system for the firm. For state-owned enterprises, in addition to agency conflicts, there are problems arising from both the political pressure over the management and the process of establishing the firm's objectives. In this sense, the uncertainties surrounding state-owned enterprises could be minimized with good corporate governance practices, which would promote greater monitoring and transparency. Therefore, corporate governance offers better decisions, more appropriate controls and a reduced cost of capital. Such factors could impact positively the performance of firms that adopt good corporate governance practices. Considering the specificities of state-owned enterprises, this study has investigated if there is a significant relationship between the level of corporate governance of listed Brazilian state-owned firms and its performance and firm value, from 2002 to 2017. The corporate governance index (IGOV) proposed by Silveira (2004) was used as the basis for measuring the level of corporate governance. Performance was measured by Return on Equity (ROE) and Return on Assets (ROA) indicators while firm value was measured by Tobin's q . The data was analyzed through descriptive analysis and multiple regression analysis by the Fixed and Random Effects procedures. The Generalized Method of Moments was also considered in a dynamic model, since it provides a more robust estimation to minimize bias of endogeneity in this type of study. The results from the GMM estimator indicate a positive and not significant relation between the level of corporate governance and firm value, and a negative and not significant relation between the level of corporate governance and performance for Brazilian state-owned enterprises.

Keywords: Corporate governance; State-owned enterprises; Performance; Firm value

LISTA DE FIGURA

Figura 1. A questão essencial dos conflitos de agência.....	21
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Número de membros dos conselhos de administração das SEMs	30
Tabela 2. Número de comitês de assessoramento nas SEMs.....	32
Tabela 3. Estatísticas descritivas do IGOV	73
Tabela 4. Classificação da governança corporativa das SEMs (2002-2017).....	74
Tabela 5. Percentual de respostas positivas no IGOV (2002-2009).....	75
Tabela 6. Percentual de respostas positivas no IGOV (2010-2017).....	77
Tabela 7. Pontuação média no IGOV por setores	81
Tabela 8. Estatísticas descritivas da variável q de Tobin	82
Tabela 9. Estatísticas descritivas da variável ROE	83
Tabela 10. Estatísticas descritivas da variável ROA	84
Tabela 11. Estatísticas descritivas da variável ENDIV	85
Tabela 12. Estatísticas descritivas da variável TAM	86
Tabela 13. Estatísticas descritivas da variável LIQ.....	87
Tabela 14. Matriz de correlação	88
Tabela 15. Resultado da regressão para a variável dependente q de Tobin	89
Tabela 16. Resultado da regressão para a variável dependente ROE	92
Tabela 17. Resultado da regressão para a variável dependente ROA.....	94

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Matriz de Mazzon.....	16
Quadro 2. Diferenças entre a governança de empresas privadas e de controle estatal.....	43
Quadro 3. Síntese de estudos sobre a relação entre governança corporativa, desempenho e valor em ECEs.....	49
Quadro 4. Questões do índice de governança corporativa (IGOV).....	54
Quadro 5. Questões adicionadas ao IGOV.....	55
Quadro 6. Resumo das variáveis.....	59
Quadro 7. Fonte de coleta dos dados do IGOV.....	63
Quadro 8. Dados utilizados para compor as variáveis.....	65
Quadro 9. Síntese da evolução da governança corporativa nas SEMs (2002-2017).....	79

LISTA DE SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DEST	Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais
ECEs	Empresas de Controle Estatal
ECT	Economia dos Custos de Transação
EA	Efeitos Aleatórios
EF	Efeitos Fixos
GC	Governança Corporativa
GMM	<i>Generalized Method of Moments</i>
IAN	Informativos Anuais
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGOV	Índice de Governança Corporativa
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NDGC	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
OECD	<i>Organization for Economic Co-operation and Development</i>
POLS	<i>Pooled Ordinary Least Squares</i>
ROA	Retorno sobre o Ativo Total
ROE	<i>Return on Equity</i> (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)
SEMs	Sociedades de Economia Mista
SEST	Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais
TA	Teoria da Agência

1. INTRODUÇÃO

No presente trabalho, será analisada a relação entre o nível de governança corporativa e o desempenho e valor, no contexto das empresas de controle estatal (ECEs). O processo de separação entre propriedade e controle (BERLE; MEANS, 1932), resultou em uma nova configuração para as empresas, notadamente, pelo estabelecimento da visão contratual da firma, associada à relação de agência (SHLEIFER; VISHNY, 1997). A relação de agência baseia-se em um contrato no qual o principal delega ao agente a autoridade para tomar decisões em seu nome (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse contexto, surgem problemas decorrentes dos conflitos de interesses entre o agente e principal, além da dificuldade e altos custos associados ao monitoramento dos agentes (EISENHARDT, 1989). Sendo assim, a governança corporativa emerge para minimizar os custos advindos da relação de agência e promover a tomada de decisão mais adequada nas empresas, conforme ressalta Silveira (2010).

Segundo Silveira (2010), trata-se de um tema considerado recente, uma vez que a expressão “governança corporativa” foi cunhada no final da década de 1990 no Brasil. Neste período de privatizações, abertura econômica e entrada de investidores estrangeiros no país, demandaram-se esforços para a adoção de boas práticas de governança corporativa, intensificando os debates sobre o tema (SILVA; LEAL, 2005). Ademais, a internacionalização das economias e integração do mercado de capitais, conjuntamente com o crescimento da atuação de investidores institucionais, reforça a necessidade de mecanismos de monitoramento mais efetivos para aprimorar a governança das empresas (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004).

A governança corporativa, de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (IBGC, 2015), refere-se ao sistema pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre diversas partes interessadas. Para Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa lida com a maneira pela qual os provedores de recursos obtêm garantias de que receberão retornos sobre seus investimentos. Guiada pelos princípios de transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa, a governança corporativa objetiva preservar o valor econômico da organização no longo prazo, facilitando o seu acesso a recursos (IBGC, 2015).

Diante da necessidade de promover a governança corporativa, diversos códigos foram desenvolvidos com recomendações de melhores práticas a serem seguidas pelas empresas. Dessa forma, os códigos de governança propõem as melhores práticas em relação, principalmente, à estrutura e atuação dos conselhos de administração, ao tratamento equitativo de todos os sócios, à responsabilidade corporativa e à transparência na prestação de contas.

No âmbito das empresas de controle estatal (ECEs), a discussão sobre o aprimoramento da governança corporativa se faz necessária devido a fatores como: atuação em setores-chave da economia; impacto nas finanças públicas; prestação de serviços públicos essenciais e riscos de interferência política na gestão (IBGC, 2017b). Embora tenha havido uma onda de privatizações nas décadas de 1980 e 1990, a atuação das empresas estatais ainda é relevante na economia mundial, de acordo com Fontes Filho e Picolin (2008).

De acordo com a Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST), ao final do 2º trimestre de 2018, havia 138 empresas estatais federais ativas sob coordenação da SEST. Verifica-se que houve uma redução no número de estatais federais, passando de 154 em 2016, para 138 em 2018. Em relação ao orçamento, o Programa de Dispêndios Globais das Estatais, aprovou, para 2018, o valor de R\$1.400,8 bilhões,

sendo executados 48% deste total pelas empresas (SEST, 2018a). As sociedades de economia mista (SEMs), embora representem somente 7,1% das empresas listadas na B3, foram responsáveis por 17,9% da capitalização total de mercado em 2016 (IBGC, 2017b).

De acordo com o 7º Boletim das Empresas Estatais Federais de 2018 (SEST, 2018a), as maiores empresas estatais listadas na B3 e seus respectivos valores de mercado (em bilhões), em agosto de 2018, são: Petrobras (R\$272,2 bi), Banco do Brasil (R\$86,2 bi) e Eletrobras (R\$22 bi). Durante o ano de 2017, as estatais federais apresentaram aumento nominal de 3,7% (14,1 bilhões) em seu valor de mercado. Em 2017, 30 sociedades de economia mista eram listadas na B3, distribuídas nos seguintes setores de atuação: 43,3% no setor de energia elétrica; 33,3% no setor financeiro; 13,3% no setor de água e saneamento; 3% no setor de petróleo, gás e biocombustíveis; 3,1% no setor de consumo cíclico e 3% no setor de telecomunicações (IBGC, 2017b).

Um dos grandes problemas para a administração das estatais está no estabelecimento dos objetivos organizacionais, segundo Miranda e Amaral (2011). Nessas empresas, existem problemas relativos à pressão política, por exemplo: uma produção refletindo o interesse dos políticos e não dos consumidores; e a alocação da empresa em locais politicamente desejáveis, ao invés de locais economicamente atrativos (SHLEIFER; VISHNY, 1994). Considerando as sociedades de economia mista, verifica-se que o desafio dos múltiplos objetivos é ainda maior, uma vez que as atividades de interesse público podem conflitar com os objetivos de geração de valor econômico exigidos pelos acionistas, que esperam um bom desempenho financeiro da empresa (MIRANDA; AMARAL, 2011).

A governança corporativa contribui para minimizar as tentativas do governo de utilizar as estatais para alcançar objetivos sociais e executar projetos para ganhos políticos, em detrimento do retorno do capital (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015). Aprimorar a governança nessas empresas configura-se como um amplo esforço para promover um ambiente empresarial mais justo e responsável, baseado na transparência, para estimular o desenvolvimento do país (IBGC, 2017b).

Nesse sentido, o presente estudo pretende contribuir ao acrescentar informações a respeito da governança corporativa das estatais listadas no Brasil, apresentando o modo como as práticas evoluíram em tais empresas, durante o período analisado, e como se configura o panorama atual dessas práticas. Em termos organizacionais, o estudo proporciona maior entendimento de como tais práticas podem afetar o desempenho financeiro e a geração de valor para sociedades de economia mista. Evidenciam-se, assim, os pontos que devem ser aprimorados pela gestão das empresas analisadas, considerando a presença de acionistas que buscam a maximização de seus investimentos.

1.1. Justificativa

Discutir a governança corporativa no contexto das ECEs tem sua importância baseada na relevância de tais empresas para a sociedade, além da existência de alguns desafios específicos à governança dessas empresas. Em diversos países, as ECEs são responsáveis por prover serviços públicos essenciais – energia, água e saneamento, por exemplo – de forma que impactam diariamente a vida dos cidadãos (OECD, 2015b). Dessa forma, possíveis ineficiências na gestão das estatais podem ser transferidas para os preços de seus produtos e serviços, afetando diversas cadeias produtivas (SILVEIRA, 2010).

Em relação aos desafios para a governança corporativa nas estatais, destaca-se a possibilidade de interferência política indevida na administração dessas empresas. Tal situação está associada à incerteza quanto à atribuição de responsabilidades, além da falta de prestação adequada de contas e perda de eficiência nas operações das empresas. A falta de monitoramento mais próximo, devido à propriedade distante do Estado, pode enfraquecer os incentivos que os diretores das ECEs possuem para atuar no melhor interesse da empresa e da sociedade. Dessa forma, aumenta a probabilidade de surgirem problemas de agência por meio de comportamentos que busquem o interesse próprio dos diretores (OECD, 2015b). Em adição, Fontes Filho e Picolin (2008) ressaltam que, devido à complexa cadeia de *stakeholders* envolvidos neste contexto – os quais possuem uma multiplicidade de interesses – é desafiadora a adoção de boas práticas de governança corporativa para as ECEs.

Em face da necessidade de aprimorar a questão da governança corporativa nas ECEs, evidencia-se o crescimento das discussões sobre o tema através da recente criação de esforços de regulação, tanto do mercado, como por meio da legislação. Em setembro de 2015, a B3 criou o Programa Destaque em Governança de Estatais, com o objetivo de incentivar as estatais a desenvolverem sua governança corporativa, para restaurar a confiança dos investidores e reduzir o custo de captação de recursos. O programa da B3 foi revisado em maio de 2017 para alinhá-lo à Lei nº 13.303/2016 (BRASIL, 2016), que trata sobre aspectos de governança para as empresas estatais (B3, 2017). Segundo o IBGC (2017), tal lei representa um marco significativo, pois disciplina sobre temas sensíveis de governança corporativa, até então desconsiderados em outros instrumentos normativos.

Atualmente, diversas ECEs são listadas nos mercados de capitais, conforme explicam Musacchio, Lazzarini e Aguilera (2015), o que leva ao aprimoramento da administração e das práticas de governança corporativa dessas empresas. Tal situação, segundo os autores, atrai uma série de investidores privados, interessados em rendimentos advindos de recursos naturais ou projetos ligados ao Estado. Sendo assim, as empresas estatais de capital aberto devem conciliar os interesses do Estado, como acionista, com os interesses dos acionistas privados, conforme ressaltam Grosman, Okhmatovskiy e Wright (2016).

Através da implementação das melhores práticas de governança corporativa, é possível reduzir algumas incertezas – por meio de maior transparência, por exemplo – propiciando uma precificação mais precisa dos ativos mobiliários das estatais (B3, 2017). Além disso, conforme apontam Fontes Filho e Alves (2018), a governança corporativa nas estatais é fundamental para promover maior transparência e *accountability*, pois contribui para a redução de problemas de controle. Note-se, ainda, que as melhores práticas de governança corporativa apresentam, como potencial benefício, a redução do custo de capital próprio e de terceiros, o que resultaria em um menor custo médio ponderado de capital (*weighted average cost of capital* - WACC). Além de facilitar o acesso a recursos, as discussões sobre governança corporativa assumem a hipótese de que a adoção das melhores práticas pode impactar positivamente o desempenho das empresas por meio de melhores decisões, controles mais adequados e diminuição do custo de capital (SILVEIRA, 2010).

No entanto, as pesquisas empíricas no Brasil têm, predominantemente, dirigido a atenção para a discussão do impacto da governança corporativa no desempenho e valor de empresas de controle privado. Conforme ressaltam Daiser, Ysa e Schmitt (2017) existe uma lacuna no que se refere aos estudos empíricos na área de governança corporativa em empresas de controle estatal. Eventos recentes envolvendo casos de corrupção, em estatais de grande porte, também ressaltam a necessidade de se ampliar as discussões relativas à governança corporativa de tais empresas (FONTES FILHO; ALVES, 2018).

Ademais, a evolução da governança corporativa, ao longo dos anos, tem sido raramente estudada, de modo que pouco se sabe a respeito das mudanças nas práticas de governança ao longo do tempo, e como tais mudanças afetam o valor das empresas (BLACK; CARVALHO; SAMPAIO, 2014). Segundo Daiser, Ysa e Schmitt (2017), o tema da governança corporativa em ECEs apresenta diversos tópicos de pesquisa, que ainda apresentam poucos estudos empíricos. Sendo assim, abre-se espaço para estudos que contribuam para o entendimento do impacto da governança corporativa, e seus múltiplos aspectos, no desempenho financeiro e valor de empresas de controle estatal.

1.2. Problema de pesquisa

O problema de pesquisa, conforme explicam Marconi e Lakatos (2003, p. 159), “é uma dificuldade, teórica ou prática, no conhecimento de alguma coisa de real importância, para a qual se deve encontrar uma solução”. As autoras ressaltam que o problema deve ser escrito, preferencialmente, na forma interrogativa e ser delimitado pelas variáveis que intervêm no estudo de suas relações.

A presente pesquisa enfoca o tema da governança corporativa nas empresas de controle estatal. Para Silveira (2010, p. 2), os mecanismos de governança corporativa “[...] visam a fazer com que as decisões corporativas sejam sempre tomadas com a finalidade de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio.”. No âmbito das discussões sobre governança corporativa, existe a consideração de que a adoção das melhores práticas proporcionaria melhor desempenho para a organização. Isso se daria através de melhores tomadas de decisão, maior controle da gestão e possibilidade de diminuição do custo de capital. Argumenta-se que empresas com práticas deficientes de governança corporativa estariam mais propensas a incorrerem em custos de agência, devido aos conflitos de interesse, o que acarretaria em destruição do patrimônio, no longo prazo (SILVEIRA, 2010).

Ao considerar as empresas de controle estatal, espera-se, idealmente, que o Estado seja um exemplo na prática da governança corporativa, enquanto acionista. Porém, a realidade mostra o contrário, evidenciando que as estatais não são conhecidas por terem as melhores práticas de governança (SUBRAMANIAN, 2015). Nesse sentido, existe um pensamento comum em sociedade referente à inadequação, de certa forma, da qualidade e eficiência da gestão das ECEs (BOZEC; BRETON, 2003). Tal inadequação pode estar associada à pressão política sobre administração, prejudicando a tomada de decisões mais adequadas para o negócio (SHLEIFER; VISHNY, 1994), e também pelos múltiplos objetivos conflitantes entre o Estado e os acionistas privados, no caso das sociedades de economia mista (MIRANDA; AMARAL, 2011).

Em face das especificidades das empresas de controle estatal, formula-se a seguinte pergunta de pesquisa, a fim de delimitar o estudo: a adoção das melhores práticas de governança corporativa, pelas sociedades de economia mista, influencia seu desempenho e valor?

1.3. Objetivos

O objetivo geral da presente pesquisa consistiu em verificar se existe relação significativa entre o nível de governança corporativa e o desempenho e valor de sociedades de economia mista brasileiras.

Em relação aos objetivos específicos da pesquisa, propõe-se:

- Verificar se – no caso de existir relação significativa entre as variáveis – as empresas com maiores níveis de governança corporativa apresentam melhor desempenho e valor;
- Identificar a evolução da adoção de práticas de governança corporativa das sociedades de economia mista durante o período de 2002 a 2017;
- Estabelecer um panorama atual das práticas de governança corporativa das sociedades de economia mista no Brasil.

1.4. Hipóteses

Considerando o objetivo de verificação da relação entre governança corporativa, desempenho e valor, são propostas as seguintes hipóteses de pesquisa:

H_0 – Hipótese nula 1: Não há relação significativa entre a variável do nível de governança corporativa e as variáveis de desempenho das estatais analisadas.

H_1 – Hipótese alternativa 1: Há uma relação significativa entre variável do nível de governança corporativa e as variáveis de desempenho das estatais analisadas. Tal relação indica que sociedades de economia mista com maiores níveis de governança corporativa apresentam melhor desempenho.

H_0 - Hipótese nula 2: Não há relação significativa entre a variável do nível de governança corporativa e a variável de valor das estatais analisadas.

H_2 – Hipótese alternativa 2: Há uma relação significativa entre a variável do nível de governança corporativa e a variável de valor das estatais analisadas. Tal relação indica que sociedades de economia mista com maiores níveis de governança corporativa apresentam maior valor.

As relações estabelecidas na presente pesquisa, no que tange aos objetivos, hipóteses e técnica de análise de dados a ser utilizada, são sintetizadas na “matriz de amarração” de Mazzon (TELLES, 2001), apresentada no Quadro 1.

Modelo de Pesquisa	Objetivos da Pesquisa	Hipóteses da Pesquisa	Técnicas de Análise
<p>Identificação das dimensões relevantes de governança corporativa para estatais</p> <pre> graph TD A[Identificação das dimensões relevantes de governança corporativa para estatais] --> B[Definição do nível de governança corporativa das empresas] A --> C[Definição das variáveis do modelo econométrico] B --> D[Verificar a influência do nível de governança corporativa sobre as variáveis de desempenho e valor] C --> D </pre> <p>Definição do nível de governança corporativa das empresas</p> <p>Definição das variáveis do modelo econométrico</p> <p>Verificar a influência do nível de governança corporativa sobre as variáveis de desempenho e valor</p>	<p>Verificar se existe relação significativa entre o nível de governança corporativa e o valor de sociedades de economia mista brasileiras.</p> <p>Verificar se existe relação significativa entre o nível de governança corporativa e o desempenho de sociedades economia mista brasileiras.</p>	<p>Hipótese alternativa: Há uma relação significativa entre a variável do nível de governança corporativa e a variável de valor das estatais analisadas. Tal relação indica que sociedades de economia mista com maiores níveis de governança corporativa apresentam maior valor.</p> <p>Hipótese alternativa: Há uma relação significativa entre variável do nível de governança corporativa e as variáveis de desempenho das estatais analisadas. Tal relação indica que sociedades de economia mista com maiores níveis de governança corporativa apresentam melhor desempenho.</p>	<p>Abordagem quantitativa: Análise de regressão múltipla a partir de modelos estáticos e dinâmicos</p>

Quadro 1. Matriz de Mazzon

Fonte: elaborado pela autora

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Fundamentos da governança corporativa

Nesta seção serão apresentadas as teorias que sustentam a governança corporativa, como a teoria da firma, teoria da agência e as teorias relacionadas à função objetivo da empresa. O objetivo é apresentar os fundamentos teóricos que irão subsidiar as discussões das próximas seções deste estudo.

2.1.1. Teoria da firma e Economia dos Custos de Transação

A teoria da firma, que se distancia da teoria neoclássica, é a principal base conceitual para os estudos sobre governança corporativa. A abordagem de Coase (1937) em seu artigo seminal “*The nature of the firm*” destaca-se como fundamental para o estabelecimento da teoria da firma. Entre as principais contribuições para o tema, destacam-se, além de Coase (1937), os trabalhos de Alchian e Demsetz (1972) e Williamson (1979) (SILVEIRA, 2010).

Coase (1937) indaga sobre a existência das firmas e discorre sobre formas alternativas de coordenar os recursos: pelo mercado, através dos mecanismos de preços, ou dentro da firma. Fora da firma, o movimento dos preços direciona a produção, a qual é coordenada por uma série de transações de trocas no mercado. Por outro lado, tais transações de mercado são eliminadas dentro da firma, e a estrutura de mercado que direciona a produção é substituída pelo empreendedor-coordenador. Dessa forma, a firma constitui um sistema de relacionamentos que passam a existir quando a direção dos recursos torna-se dependente de um empreendedor (COASE, 1937).

Coase (1937) afirma que a principal vantagem do estabelecimento das firmas reside na redução dos custos de coordenar os recursos pelo mercado, através dos mecanismos de preço, sendo menores os custos de coordenar os recursos internamente à firma. Em relação aos custos internos, Silveira (2010) ressalta os custos de agência, que são o foco da discussão acerca da governança corporativa. Em suma, ao gerenciar transações dentro da firma, alguns custos são economizados, como o custo de determinar quais são os preços relevantes, e os custos relativos a uma série de contratos separados para cada transação (COASE, 1937). Nesse sentido, os agentes racionais, de acordo com Moe (1984) irão procurar minimizar tais custos de transação. Portanto, verifica-se que Coase (1937) estabelece que as transações realizadas pelo mercado oferecem determinados custos, os quais podem ser economizados através da formação de uma organização em que haja certa autoridade do empreendedor no direcionamento dos recursos e transações.

Em contraponto à discussão sobre autoridade dentro das empresas, apresentada por Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972) ocupam-se dos problemas entre as equipes de uma empresa. Na visão de tais autores, a firma é necessária para monitorar e mensurar os esforços de uma equipe de produção. De acordo com Silveira (2010), ao considerar os conflitos de interesse entre membros de uma equipe, a abordagem de Alchian e Demsetz (1972) torna-se importante para o entendimento da governança corporativa.

Alchian e Demsetz (1972) explicam que é difícil determinar a contribuição individual de cada membro de uma equipe de produção no resultado obtido pelo esforço cooperativo dessa equipe. Diante de tal

situação, surge o problema associado aos incentivos que um membro da equipe possui para se esquivar do trabalho, considerando que seu desempenho individual nas atividades é difícil de ser monitorado e identificado separadamente (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972). Silveira (2010) elucida a proposição de Alchian e Demsetz (1972) ao afirmar que os ganhos advindos de se esquivar do trabalho são direcionados apenas para o indivíduo oportunista que empreendeu tal atitude, enquanto os custos são direcionados para toda a equipe. De acordo com Zylbersztajn (1995, p. 40) a discussão da teoria de agência – segundo Silveira (2010) a teoria mais aceita para tratar da governança corporativa – “surge exatamente para lidar com o problema de incentivos e monitoramento emergentes da organização da produção em equipes”.

De acordo com Alchian e Demsetz (1972) uma maneira de solucionar o problema de um membro se esquivar do trabalho seria através do monitoramento especializado do desempenho daqueles que compõem a equipe. No entanto, os autores ressaltam que, nesse sentido, surge o questionamento sobre quem assumiria o papel de monitorar o monitor. Neste caso, os autores explicam que um incentivo para o monitor não se esquivar do trabalho seria conceder-lhe direitos nos ganhos sobre a produção da equipe, tornando-o um requerente residual que monitora a si mesmo. Dessa forma, o monitor recebe as recompensas residuais por meio da redução da fuga do trabalho, e através do preço que o monitor aceita pagar aos proprietários dos insumos e no direcionamento do uso dos mesmos (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972).

A economia dos custos de transação e a discussão das estruturas de governança apresentadas por Williamson (1979) representam outra importante abordagem para a teoria da firma. A economia dos custos de transação, conforme explica Williamson (1979) é uma abordagem interdisciplinar que reúne a economia com aspectos das teorias das organizações e lei dos contratos. Para o autor, o reconhecimento de que o mundo é complexo, acordos são incompletos e que alguns contratos nunca serão realizados, se ambas as partes não tiverem confiança, caracteriza a lei neoclássica de contratos. Nesse sentido, Williamson (2002) afirma que todos os contratos são, inevitavelmente, incompletos devido à racionalidade limitada. Sendo assim, as partes envolvidas nos contratos irão se deparar com a necessidade de se adaptar a possíveis lacunas, erros e omissões imprevistos no contrato original, segundo tal autor. Portanto, se a racionalidade limitada e o oportunismo atribuem imprevisibilidade aos contratos, altos custos de quebras contratuais podem ser gerados, como recusas para cooperação, má adaptação e demandas por renegociações (WILLIAMSON, 2002).

Na discussão sobre os custos de transação, Williamson (1979) aponta o oportunismo como um conceito central para o entendimento do tema. O autor esclarece que o oportunismo é uma busca de interesse próprio com astúcia, sendo que os agentes menos oportunistas são difíceis de serem identificados *ex ante*. De acordo com Zylbersztajn (1995) o pressuposto do oportunismo não assume que todos os indivíduos irão sempre agir de tal forma, no entanto, se um único indivíduo tiver a chance de se comportar oportunisticamente, os contratos deverão ser submetidos a monitoramento ou salvaguardas contratuais, o que implica em custos.

Segundo Williamson (1979) considerando que os contratos variam e são mais complexos do que aparentam, faz-se necessária uma estrutura de governança que atenua o oportunismo e promova a confiança para lidar com as transações. Tal autor define estrutura de governança como a estrutura institucional dentro da qual a integridade de uma transação é definida. Sendo assim, estruturas simples de governança devem ser atribuídas a relações contratuais simples, enquanto as estruturas complexas de governança são reservadas para relações complexas. Os atributos que definem a complexidade das transações incluem: i) incerteza; ii) frequência com que a transação ocorre; e, iii) nível de investimento em ativos específicos (WILLIAMSON, 1979).

A economia dos custos de transação (ECT) é comparada, algumas vezes, à teoria da agência (TA), de acordo com Williamson (1988). O autor ressalta que as duas perspectivas devem ser vistas de maneira complementar – uma vez que ambas fomentam o entendimento da economia das organizações. Os principais pontos em comum e diferenças entre a ECT e a TA serão apresentados a seguir, em conformidade com Williamson (1988).

Ambas as teorias apresentam um contraponto à teoria neoclássica da firma – em que a firma é considerada uma função de produção com objetivo de maximizar lucros – no sentido em que a ECT considera a firma como uma estrutura de governança e a TA como um nexo de contratos. Portanto, verifica-se um foco no estudo dos contratos para ambas as teorias. Adicionalmente, a ECT e a TA ocupam-se das implicações do oportunismo dos agentes nos contratos, enquanto a ECT adicionalmente expressa que os indivíduos estão sujeitos à racionalidade limitada e a TA considera os custos de agência. No entanto, apesar das diferenças terminológicas, as premissas comportamentais das duas teorias são idênticas (WILLIAMSON, 1988).

Conforme discutido anteriormente, a ECT examina formas alternativas para lidar com as implicações da racionalidade limitada e do oportunismo – que levam aos contratos incompletos – enquanto no caso da TA, o foco está na questão do oportunismo. Nesse sentido a orientação de que os contratos são incompletos é empregada pelas duas teorias. Entretanto, a TA examina incentivos nos contratos por uma visão *ex ante*, enquanto a ECT ocupa-se de considerar uma estrutura de governança para lidar com a integridade dos contratos de forma *ex post* (WILLIAMSON, 1988).

Em relação às diferenças entre a ECT e a TA, Williamson (1988) destaca que a principal delas refere-se à unidade básica de análise de cada teoria. Na ECT, verifica-se que a unidade de análise é a transação; enquanto para a TA, a unidade de análise é o agente individual. Ao considerar a transação como unidade básica de análise, a ECT, naturalmente, evolui para o exame das principais dimensões que diferenciam as transações. Por outro lado, a TA não leva adiante o mesmo esforço em relação à sua unidade elementar de análise: o agente individual (WILLIAMSON, 1988).

Outra importante distinção encontra-se entre os custos de transação e os custos de agência¹. Segundo Jensen e Meckling (1976), o preço das ações deverá refletir os custos de agência, como o monitoramento e o efeito da divergência de interesses entre os acionistas e os gestores. Nesse sentido, Williamson (1988) argumenta que a TA adota incentivos *ex ante* em relação aos custos de agência. Em contraponto, a ECT considera os custos *ex post*, sendo o principal deles os custos de não adaptação das transações. Sendo assim, o que distingue a orientação da ECT são as maneiras mais sensatas de escolher a estrutura de governança mais adequada para reduzir tais custos (WILLIAMSON, 1988).

2.1.2. Teoria da agência

A teoria da agência configura-se como a teoria mais aceita para a discussão da governança corporativa, segundo Silveira (2010). A essência dos problemas decorrentes da relação de agência, de acordo com Shleifer e Vishny (1997), encontra-se na separação entre propriedade e controle. Nesse sentido, a relação de

¹ Os custos de agência serão discutidos com maior detalhamento na próxima seção.

agência é definida por Jensen e Meckling (1976) como um contrato no qual uma ou mais pessoas – o principal – encarrega outra pessoa – o agente – para atuar em seu nome, o que envolve a delegação de autoridade para a tomada de decisão a esse agente.

A literatura relativa à teoria da agência tem se desenvolvido em duas vertentes: a positivista e a do principal-agente, discutidas por Jensen (1983). O autor explica que, embora ambas tratem dos problemas de contratos existentes entre agente e principal, existem alguns aspectos diferentes entre elas. Para Jensen (1983), a literatura positiva de agência concentra-se em modelar os efeitos de aspectos ambientais – como custos de informação, mercado de capitais e mercado de trabalho – sobre os contratos. Eisenhardt (1989) complementa ao afirmar que a vertente positivista tem se preocupado, principalmente, em descrever mecanismos de governança que resolvam o problema de agência.

Em relação à literatura da vertente principal-agente, Jensen (1983) explica que ela se concentra em modelar os efeitos de três fatores sobre os contratos na relação principal-agente: (i) as preferências das partes envolvidas no contrato; (ii) a natureza da incerteza; e (iii) a estrutura informacional do ambiente. Segundo o autor, há um foco no compartilhamento de riscos e na forma do contrato ótimo entre o principal e o agente. Em adição, Eisenhardt (1989) ressalta que essa vertente tem um amplo foco e interesse em implicações teóricas e gerais, enquanto a vertente positivista foca, predominantemente, na relação específica entre proprietário e CEO² de grandes empresas.

Embora haja duas vertentes na literatura, o foco da teoria da agência, de acordo com Eisenhardt (1989), é determinar o contrato mais eficiente para governar a relação principal-agente, considerando que os indivíduos possuem interesses próprios, racionalidade limitada e diferentes percepções de riscos. Sendo assim, ao considerar que as duas partes envolvidas na relação de agência buscam maximizar sua utilidade, há motivos para acreditar que a atuação do agente não irá considerar os interesses do principal, de acordo com Jensen e Meckling (1976).

Segundo Eisenhardt (1989), dada tal configuração, os problemas de agência podem emergir a partir de duas situações: quando o desejo e objetivos do principal e do agente entram em conflito, e quando há dificuldade e altos custos para que o principal verifique a atuação do agente. Em adição, Hart (1995) ressalta que acionistas dispersos possuem pouco, ou nenhum, incentivo para monitorar a gestão. Isso ocorre porque o monitoramento feito por um único acionista promoveria melhor desempenho da organização – de forma que todos os acionistas são beneficiados – ainda que não tenham se esforçado nesse sentido. Dessa forma, considerando os custos de monitoramento, cada acionista irá esperar que outros acionistas monitorem a gestão, o que resulta em nenhum, ou quase nenhum, monitoramento, de fato, pois todos os acionistas pensarão da mesma forma (HART, 1995). Adicionalmente, Eisenhardt (1989) afirma que as diferentes percepções em relação ao risco, por parte do principal e do agente, também constituem um problema que concerne à teoria da agência.

Para Shleifer e Vishny (1997), o problema decorrente da relação de agência refere-se às dificuldades que os financiadores da empresa enfrentam para garantir que o capital investido não seja expropriado ou desperdiçado em projetos não atrativos. De acordo com os autores, ao possuírem direitos residuais de controle,

² Do inglês, *Chief Executive Officer*, ou seja, Diretor Executivo, principal autoridade na hierarquia de uma firma. Segundo Andrade e Rossetti (2009, p. 304) “É ao CEO que cabe a missão de exercer a gestão executiva da organização, focada na busca incessante de eficácia estratégica, na excelência operacional, na criação de valor e na maximização do retorno dos investimentos.”

os gestores podem expropriar os fundos dos investidores através de esquemas de pirâmide e do estabelecimento de empresas independentes. Os gestores podem transferir dinheiro da empresa que gerenciam para uma empresa independente, na forma de venda de ativos a um preço mais baixo, para seu benefício pessoal. Adicionalmente, a atitude dos gestores pode ser prejudicial aos investidores quando há uma decisão de expandir a empresa para além do que seria racionalmente apropriado, especialmente em projetos de interesse exclusivo dos gestores³ (SHLEIFER; VISHNY, 1997). A questão essencial dos conflitos de agência entre acionistas e gestores é esquematizada na Figura 1, de acordo com Andrade e Rossetti (2009).

Figura 1. A questão essencial dos conflitos de agência

Fonte: Andrade e Rossetti (2009).

Além da pura relação de agência, expressa na relação entre acionistas e gestores, conforme Jensen e Meckling (1976), os problemas de agência também podem ser identificados na relação entre os próprios acionistas e entre gestores e credores. Estruturas de propriedade altamente concentradas, aliadas à fraca proteção legal de acionistas minoritários, caso frequente na América Latina, segundo Gonzalez e García-Meca (2014), impulsionam o surgimento de um conflito de agência entre acionistas majoritários e minoritários (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). De acordo com Shleifer e Vishny (1997), os grandes investidores, além de desejarem obter retorno sobre o capital, possuem poder para demandá-lo. Dessa forma, os autores ressaltam que tais investidores representam seus próprios interesses, os quais não coincidem, necessariamente, com os interesses dos demais investidores. Nesse sentido, há a possibilidade de expropriação do capital dos investidores minoritários pelos grandes investidores (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Em adição, Silveira (2010) afirma que quanto maior o

³ Os projetos de interesse exclusivo dos gestores são denominados “*pet projects*” no original.

direito de controle do acionista majoritário, expresso pelo direito a voto, maior é a probabilidade de expropriação da riqueza dos demais acionistas.

O problema da expropriação por parte de grandes investidores é potencialmente mais significativa, segundo Shleifer e Vishny (1997), quando existe um tipo diferente de investidor – como os credores – que possuem direitos sobre o fluxo de caixa da empresa. Jensen e Meckling (1976) observam que, quando uma empresa apresenta uma estrutura de capital com alto nível de dívida, os acionistas terão forte incentivo para engajar a empresa em investimentos que prometem altos retornos, mesmo que com uma baixa probabilidade de sucesso. Tal incentivo é forte porque, se o investimento obtiver sucesso, o acionista irá capturar a maioria dos lucros, enquanto no cenário oposto os credores irão arcar com a maior parte dos custos, conforme explicam os autores.

No contexto das empresas de controle estatal, além da principal relação de agência (principal-agente) existem os conflitos de agência advindos da relação principal-principal. Considerando a relação principal-agente, os conflitos de agência podem surgir pelo fato de haver múltiplos principais – executivos, membros do conselho e membros do governo – o que dilui a responsabilidade pelas tomadas de decisão e monitoramento dos agentes. Na relação principal-principal, os conflitos advêm da relação entre as ECEs e os governos, que podem extrair benefícios financeiros de tais empresas, expropriando a riqueza dos demais proprietários. Sendo assim, o conflito de principal-principal é ainda mais relevante quando o Estado é acionista majoritário, pois pode usar seu poder de voto para extrair benefícios a partir do controle exercido (SILVEIRA, 2010; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2018).

Na discussão da principal relação de agência – entre acionistas e gestores – considera-se que os acionistas podem limitar a divergência de interesses. Isso ocorre através do estabelecimento de incentivos apropriados aos gestores e de monitoramento de suas atividades. Dessa forma, os acionistas limitam a ocorrência de atividades indesejadas por parte dos gestores, porém, incorrem em alguns custos para limitar o conflito de interesses com os executivos, os chamados custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como a soma de: (i) gastos para o principal relativos ao monitoramento das atividades dos agentes; (ii) gastos dos próprios agentes para garantir ao principal que suas ações não irão prejudicá-lo⁴; e (iii) perdas residuais, decorrentes da divergência entre a decisão tomada pelo agente e a decisão que maximizaria o bem-estar do principal. Jensen (1983) complementa ao afirmar que os custos de agência são a soma dos custos de se estruturar e monitorar contratos entre os agentes. Jensen e Meckling (1976) afirmam ainda que o principal irá arcar com todos os efeitos patrimoniais desses custos esperados desde que o mercado de ações antecipe tais efeitos. Nesse sentido, o preço das ações deverá refletir os custos de monitoramento e o efeito da divergência de interesses entre os acionistas e os gestores (JENSEN; MECKLING, 1976).

Em relação aos contratos, Shleifer e Vishny (1997) ressaltam que, idealmente, o agente e o principal assinariam um contrato completo, o qual especificaria as atitudes do gestor em todas as situações. No entanto, a maioria das situações futuras é imprevisível, tornando contratos completos ineficazes. Quando uma situação inesperada ocorre, os gestores decidem o que fazer, já que os acionistas não são qualificados ou informados o suficiente para tomar a decisão, razão pela qual os gestores são contratados. Dessa forma, os gestores acabam

⁴ Tais gastos são denominados “*bonding expenditures*” no original.

tendo direitos residuais de controle e certa liberdade para alocar fundos da maneira que preferirem (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

O monitoramento, de acordo com Jensen e Meckling (1976), inclui mais do que a simples mensuração ou observação do comportamento do agente. Inclui esforços do principal para “controlar” o comportamento do agente, através de restrições orçamentárias, políticas de recompensas e regras operacionais. Dessa maneira, aqueles que investem capital em uma empresa necessitam de garantias de que o montante não será expropriado pelos gestores e de que receberão os retornos financeiros. Para tanto, os mecanismos de governança corporativa apresentam-se como um meio para promover tal garantia, segundo Shleifer e Vishny (1997). No entanto, Lazzarini e Musacchio (2018) argumentam que a governança corporativa em estatais, com a presença de investidores privados, pode reduzir conflitos de agência da relação principal-agente, mas não, necessariamente, reduz os problemas que advêm dos interesses conflitantes do Estado e dos investidores privados.

Os mecanismos de governança corporativa, de acordo com Silveira (2010), objetivam diminuir a ocorrência de decisões que maximizem a utilidade pessoal dos gestores, reduzindo os custos de agência. O conselho de administração, segundo o autor, é um dos principais mecanismos de governança corporativa responsável por promover o alinhamento de interesses entre acionistas e gestores. Conforme observa Jensen (1983), os conselhos possuem direito de ratificar e monitorar decisões que são implementadas pelos altos executivos. Ademais, o autor ressalta que os conselhos têm poder de contratar, demitir e estabelecer a política de remuneração dos altos executivos. Nesse sentido, Silveira (2010) esclarece que o conselho de administração e o sistema de remuneração de executivos, aliados a mecanismos externos de governança corporativa – como requerimentos de divulgação de informações e presença de um mercado de aquisições hostis – representam meios importantes de redução dos problemas de agência.

2.1.3. A função-objetivo da empresa

A discussão sobre teoria da agência enfatiza o papel dos proprietários e gestores das organizações, destacando os conflitos de interesses decorrentes da delegação de autoridade ao gestor para a tomada de decisão em nome dos proprietários (JENSEN; MECKLING, 1976). No entanto, Andrade e Rossetti (2009) destacam que, além dos acionistas, existem outras partes com interesses legítimos – os *stakeholders* – que podem afetar e serem afetados pelas decisões tomadas por proprietários e gestores. Para Heath e Norman (2004), a empresa e seus gestores possuem obrigação de garantir que os acionistas recebam um retorno adequado de seus investimentos, mas também possuem obrigações com os demais *stakeholders*, que vão além do que estabelece as leis. Os autores ainda explicam que os acionistas possuem direito de eleger, pelo menos em sua maioria, os membros do conselho de administração, que por sua vez aprova ou rejeita estratégias da empresa. Sendo assim, “os acionistas têm o direito de tratar a empresa como veículo para maximizar o retorno sobre seus investimentos” (HEATH; NORMAN, p. 248, tradução nossa)

Dessa forma, verifica-se a existência de duas orientações relativas aos objetivos da empresa: a maximização do valor da empresa e a teoria dos *stakeholders* (JENSEN, 2001). No entanto, a discussão não deve ser centrada em acionistas *versus stakeholders*, mas deve estar estruturada com base na busca de um único objetivo *versus* múltiplos objetivos (JENSEN, 2001; SILVEIRA, 2010).

De acordo com Jensen (2001, p. 8, tradução nossa) “No coração do atual debate global sobre governança corporativa encontra-se uma notável divisão de opiniões sobre o propósito fundamental da empresa.”. Silveira (2010) complementa ao explicar que um propósito transparente para a organização é fundamental para a avaliação da qualidade de sua governança corporativa, pois as práticas devem estar em conformidade com o objetivo organizacional. Jensen (2001) nota que, no nível da organização individual, a mais básica questão de governança envolve o questionamento sobre aquilo que a organização espera alcançar. Dessa forma, o autor afirma que a empresa deve determinar a função-objetivo que espera maximizar, pois ela é essencial para qualquer critério de decisão.

Jensen (2001) argumenta que ter múltiplos objetivos em uma organização significa não ter objetivo algum, pois, dessa forma, o gestor não consegue tomar uma decisão bem fundamentada. O autor reforça tal ponto com o exemplo de uma empresa que deseja aumentar tanto seu lucro atual quanto sua participação de mercado. Para um determinado intervalo de valores de participação do mercado, os lucros crescem. No entanto, em determinado ponto, a empresa obterá maior participação de mercado apenas através de redução nos lucros daquele período, por meio de maiores investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), maiores despesas com propaganda ou redução nos preços.

Em tal situação, segundo Jensen (2001), é impossível para o gestor decidir sobre o nível de investimento em P&D, propaganda ou redução de preços, pois ele se depara com a necessidade de realizar *tradeoff* entre lucro e participação de mercado. Portanto, se é esperado que o gestor maximize tanto o lucro, quanto participação de mercado – caracterizando múltiplos objetivos – surgirá uma confusão devido à falta de propósito, o que comprometerá a sobrevivência da empresa (JENSEN, 2001). Conforme explicam Brealey, Myers e Marcus (2001), caso haja redução agressiva nos preços para aumentar a participação de mercado, a empresa irá se deparar com perdas contínuas e terá dificuldade para pagar dívidas existentes e obter capital. Ademais, a empresa ficará propensa à aquisição por investidores externos – devido ao seu baixo valor – de forma que a atual administração será substituída, para que se possa aumentar o valor atual da empresa após a aquisição. Dessa forma, o estabelecimento de objetivos que destroem valor também impacta na carreira dos gestores (BREALEY; MYERS; MARCUS, 2001).

A proposição de maximização de valor é fundamentada em mais de duzentos anos de pesquisas em economia e finanças. Maximizar o valor total de mercado da empresa é a função objetivo que irá guiar os gestores em relação aos *tradeoffs* envolvendo múltiplos *stakeholders*. Ademais, a maximização de valor é importante por levar à maior maximização de bem estar social. Quando não há monopólio ou externalidades, uma empresa que transforma insumos de uma economia em produtos e serviços está aumentando o bem estar da sociedade, se os preços de venda cobrirem os custos de adquirir os insumos e o custo de capital da empresa (JENSEN, 2001).

Em relação à teoria dos *stakeholders*, Jensen (2001) explica que ela contrasta com a base econômica da maximização de valor, pois tem origem na sociologia. Primeiramente, cabe ressaltar que Freeman e Reed (1983) propõem duas definições de *stakeholders*, considerando um sentido amplo e um específico. De acordo com o sentido amplo, proposto por Freeman e Reed (1983, p. 91, tradução nossa), *stakeholders* são

Qualquer grupo, ou indivíduo identificável, que pode afetar ou ser afetado pela realização dos objetivos de uma organização. Grupos de interesse público, grupos de protesto, agências governamentais, associações comerciais, competidores, sindicatos, bem como empregados, consumidores, acionistas [...].

Num sentido específico, Freeman e Reed (1983, p. 91, tradução nossa) definem os *stakeholders* como “qualquer grupo, ou indivíduo identificável, de quem a organização é dependente para sua contínua sobrevivência. Empregados, consumidores, determinados fornecedores, principais agências do governo, acionistas, determinadas instituições financeiras [...]”.

O propósito de tal teoria é tomar decisões que levem em consideração o interesse de todos os *stakeholders* de uma empresa. No entanto, essa consideração leva os administradores ao problema de seguirem múltiplos objetivos – os quais estão associados a conflitos no ambiente organizacional – que podem culminar em um fracasso competitivo (JENSEN, 2001). Em adição, Heath e Norman (2004) explicam que uma gestão fortemente comprometida com políticas voltadas para os *stakeholders* pode falhar em maximizar os lucros e, sendo assim, diminuir o preço das ações. A empresa fica, então, propensa a aquisições hostis por parte de investidores que esperam fazer melhor uso do dinheiro com uma nova gestão, de acordo com Heath e Norman (2004).

Heath e Norman (2004) apresentam um dilema relativo à mudança nas leis corporativas que poderiam proteger as empresas com fortes políticas voltadas para os *stakeholders*. Caso não haja mudanças em tais leis, empresas com fortes estratégias de responsabilidade social corporativa – com foco nos demais *stakeholders* – que não maximizem, simultaneamente, o lucro poderão sofrer com aquisições hostis. Por outro lado, caso haja reforma nas leis corporativas, para proteger os gestores e tais estratégias, sérios problemas de agência podem surgir. Os gestores poderão usar tal proteção para uma defesa pessoal de possíveis práticas corruptas na organização, por exemplo. Ademais, os autores ressaltam que a teoria dos *stakeholders* não é capaz de assumir que os gestores sempre irão considerar, genuinamente, os interesses dos *stakeholders* ao invés de seus próprios interesses (HEATH; NORMAN, 2004).

Críticas adicionais à teoria dos *stakeholders* podem ser encontradas nos argumentos expressos por Jensen (2001). Para o autor, a teoria dos *stakeholders* não oferece critérios para a escolha de *tradeoffs* e, portanto, pode destruir o valor da empresa e reduzir o bem-estar social. Adicionalmente, tal teoria cria novos problemas de agência, no sentido em que permite que os gestores busquem seus próprios objetivos. No entanto, Jensen (2001) afirma que os *stakeholders* não devem ser ignorados, e propõe o que acredita ser uma adequada relação entre a maximização de valor e a teoria dos *stakeholders*, gerando uma nova função objetivo: a teoria esclarecida dos *stakeholders*⁵. Nessa nova função objetivo, há uma atenção para as demandas de todos os *stakeholders* importantes, ao mesmo tempo em que a empresa especifica que seu objetivo é a maximização de valor no longo prazo.

A definição da função-objetivo apresenta grande relevância para a questão da governança corporativa de empresas estatais (SILVEIRA, 2010). Conforme apontam Lazzarini e Musacchio (2018), as empresas estatais estão sujeitas a diferentes objetivos, relativos ao desenvolvimento de indústrias, ao benefício social e aos

⁵ “*Enlightened stakeholder theory*” no original.

objetivos políticos impostos pelo Estado. Miranda e Amaral (2011) ressaltam que o processo de estabelecer os objetivos é um dos grandes problemas para a administração de empresas estatais. Em tais empresas, o principal não é, necessariamente, um indivíduo ou organização e ainda existem os problemas relativos à pressão política, como: produção empresarial refletindo o interesse dos políticos e não dos consumidores; alocação da empresa em locais politicamente desejáveis ao invés de locais economicamente atrativos (MIRANDA; AMARAL, 2011; SHLEIFER; VISHNY, 1994).

A Constituição Federal estabelece, no Art. 173 que “a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só é permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo” (BRASIL, 1988). Portanto, verifica-se que nas empresas estatais existe um objetivo de promoção de políticas públicas para maximizar o bem-estar da sociedade, conforme aponta Silveira (2010). Entretanto, ao considerar sociedades de economia mista, verifica-se uma grande dificuldade de conciliar os múltiplos objetivos, uma vez que as atividades de interesse público podem conflitar com os objetivos econômicos de geração de valor – exigidos através da pressão dos acionistas por um bom desempenho financeiro (MIRANDA; AMARAL, 2011).

Existem duas alternativas que poderiam solucionar o problema dos objetivos conflitantes nas empresas de controle estatal. A primeira seria assumir a existência do conflito entre os objetivos de políticas públicas e maximização do retorno dos acionistas e informar aos investidores – antes de captar os seus recursos – que há a possibilidade do retorno ser sacrificado em favor das decisões das estatais que favoreçam causas sociais. A segunda alternativa seria promover a atuação das estatais na execução de políticas públicas, mas evidenciando os custos separadamente, de forma transparente – a fim de que sejam arcados pelo Estado – e não pela empresa. Em relação às boas práticas de governança corporativa, a segunda opção é mais adequada, uma vez que oferece uma determinação mais clara dos objetivos da empresa (SILVEIRA, 2010).

Para Miranda e Amaral (2011) seria mais conveniente a boa administração das empresas por parte do Estado, de forma que eventuais lucros sejam utilizados em ações sociais sem fundamento estratégico, ao invés de serem internalizadas nas operações da empresa. Os autores defendem tal colocação com os argumentos de que essa postura possibilita a continuidade na geração de dividendos, sem comprometer a imagem de eficiência organizacional, além de inibir a utilização das estatais para obter vantagens políticas.

Wong (2004) argumenta que o governo apenas poderia exigir que a estatal busque objetivos não-comerciais – estabilidade de emprego, por exemplo – quando houver a certeza de que a empresa é viável do ponto de vista financeiro. Segundo o autor, outra abordagem poderia representar um risco para a viabilidade da estatal no longo prazo.

2.2. Governança corporativa

Nesta seção serão apresentadas as principais definições que compreendem a discussão da governança corporativa, os aspectos relativos ao conselho de administração – principal mecanismo da governança corporativa – e os principais códigos de melhores práticas e suas recomendações.

2.2.1. Definições

O termo “governança” é utilizado em diferentes sentidos, embora possa ser definido como redes interorganizacionais auto-organizadas, segundo Rhodes (1996)⁶. Devido à diversidade das questões que constituem o tema, verificam-se diferentes definições para o termo “governança corporativa”, de acordo com Andrade e Rossetti (2009).

Primeiramente, é importante destacar que governança corporativa é diferente de gestão, conforme resalta Tricker (2015). A gestão executiva é responsável por dirigir uma empresa, focando nas questões operacionais diárias do negócio, enquanto a governança corporativa assume o papel de supervisionar a gestão, através do conselho de administração. Nesse sentido, a governança se faz tão necessária quanto a gestão, uma vez que engloba os mecanismos que direcionam a tomada de decisão para a maximização do valor da empresa no longo prazo (TRICKER, 2015; SILVEIRA, 2010).

Considerando a perspectiva da teoria de agência, Shleifer e Vishny (1997) destacam que a governança corporativa lida com maneiras de garantir que os fornecedores de capital obterão retornos sobre seus investimentos. Sob a mesma perspectiva, La Porta et al. (2000) conceituam governança corporativa como um conjunto de mecanismos pelos quais investidores externos se protegem da expropriação de capital pelos gestores e acionistas controladores.

O relatório seminal para o desenvolvimento da governança corporativa – “*The Financial Aspects of Corporate Governance*”, conhecido como Cadbury Report (1992, p. 14, tradução nossa) – estabelece que “governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas”. Tricker (2015) explica que o Cadbury Report determina o conselho de administração como responsável pela governança das empresas, enquanto os acionistas assumem o papel de indicar diretores e auditores, garantindo uma estrutura apropriada de governança para a empresa.

Em adição ao Cadbury Report (1992), o código de práticas de governança corporativa da *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD) constitui um marco histórico para o desenvolvimento do tema, segundo Andrade e Rossetti (2009). De acordo com a OECD (2015a), governança corporativa envolve as relações existentes entre gestão, conselho de administração, acionistas e demais *stakeholders* de uma empresa, oferecendo uma estrutura para se estabelecer os objetivos da organização e os meios para alcançá-los, monitorando o desempenho. Nesse sentido, o propósito da governança corporativa é auxiliar na construção de confiança, transparência e prestação responsável de contas. Dessa forma, promovem-se investimentos de longo prazo, estabilidade financeira e integridade para os negócios, contribuindo para o crescimento das sociedades (OECD, 2015a).

No contexto brasileiro, destaca-se a atuação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015, p. 20) o qual estabelece que “governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

⁶ Para Rhodes (1996), há seis diferentes usos do termo “governança”, relativos aos seguintes tópicos: mínima intervenção do Estado; governança corporativa; nova gestão pública; boa governança no sentido de serviço público eficiente; interações sócio-políticas nas formas de governar; e redes de organizações auto-organizadas.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (BRASIL, 2002) ressalta a importância da governança corporativa para promover maior acesso ao capital, e seu papel na proteção dos interesses das partes interessadas. No âmbito dos mercados de capitais, as práticas de governança corporativas devem incluir transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. Dessa forma, a CVM (BRASIL, 2002, p. 1) determina que “governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

No que tange à legislação e o contexto das empresas estatais, o decreto 6.021 de 22 de janeiro de 2007 (BRASIL, 2007), que estabelece a criação Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União (CGPAR), define governança corporativa como

Conjunto de práticas de gestão, envolvendo, entre outros, os relacionamentos entre acionistas ou quotistas, conselhos de administração e fiscal, ou órgãos com funções equivalentes, diretoria e auditoria independente, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e proteger os direitos de todas as partes interessadas, com transparência e equidade, com vistas a maximizar os resultados econômico-sociais da atuação das empresas estatais federais.

As diferentes definições expostas indicam a diversidade de perspectivas acerca da governança corporativa, seja sob a ótica de um sistema de relações ou da proteção dos direitos das partes interessadas (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). Em suma, a governança corporativa visa à tomada de melhores decisões, uma vez que diminui os possíveis conflitos de interesses e vieses cognitivos dos executivos, que podem levar a decisões pouco racionais, conforme explica Silveira (2010).

A partir de uma revisão sistemática da literatura sobre governança corporativa no contexto das empresas de controle estatal, Daiser, Ysa e Schmitt (2017) identificaram os principais tópicos discutidos por 272 estudos. De acordo com os autores, grande parte das discussões de governança nas ECEs concentra-se nas questões relativas ao desempenho das empresas, compondo 25,4% dos estudos. Aspectos relativos à propriedade das empresas são o segundo tópico mais frequente, presente em 14% dos estudos. Os autores também identificaram tópicos sobre: conselho de administração, estrutura de governança, reestruturações, remuneração de executivos, divulgação de informações, responsabilidade social e ética.

2.2.2. Conselho de Administração

O conselho de administração é considerado, desde a década de 1980, o mecanismo de governança corporativa mais importante (SILVEIRA, 2010; KHONGMALAI; DISTANONT, 2017). Segundo Andrade e Rossetti (2009) praticamente todos os modelos de governança corporativa consideram o conselho de administração como a força interna de controle crucial para as organizações. Trata-se do instrumento mais importante de controle interno, segundo Baysinger e Hoskisson (1990). Para Simpson (2014), a liderança do conselho é crítica para assegurar que os objetivos e estratégias sejam formulados tendo em vista o melhor desempenho nas empresas de controle estatal. Ademais, os conselhos assumem a responsabilidade máxima pelo desempenho das empresas (OECD, 2015b).

Para compreender o papel do conselho de administração, é importante ressaltar o processo de decisão nas organizações. De acordo com Fama e Jensen (1983), tal processo inclui quatro etapas:

- I. iniciação: geração inicial de propostas para utilização dos recursos;
- II. ratificação: escolha das decisões a serem implementadas;
- III. implementação: execução das decisões ratificadas;
- IV. monitoramento: mensuração do desempenho dos agentes e estabelecimento de recompensas.

As etapas de iniciação e implementação devem ficar a cargo dos executivos, portanto, são consideradas decisões de gestão. As etapas de ratificação e monitoramento configuram-se como decisões de controle, e são alocadas ao conselho de administração. Como os executivos não irão arcar com os custos totais das decisões tomadas, faz-se necessário um monitoramento independente, evidenciado nas quatro etapas do processo decisório (FAMA; JENSEN, 1983; SILVEIRA, 2010).

Compete ao conselho de administração o processo de decisão e direcionamento estratégico da organização, além de fixar a orientação geral dos negócios da companhia, garantindo seus princípios, valores, objeto social e sistema de governança (IBGC, 2015; BRASIL, 1976), além de realizar o monitoramento dos executivos em favor dos acionistas (SILVEIRA, 2010). Dessa forma, o conselho é responsável pela tomada de decisão estratégica – como decisões de grandes investimentos – e pela verificação dos sistemas de controle da organização – como sistema de remuneração dos executivos e atuação das auditorias – conforme explica Silveira (2010).

Existem três classes de conselheiros: internos, externos e independentes. Os conselheiros internos são aqueles que ocupam posição de diretores ou empregados da organização. Para promover a independência por parte do julgamento dos conselheiros, e a integridade da governança corporativa da empresa, o IBGC recomenda que seja evitada a indicação de conselheiros internos. Os conselheiros externos não possuem vínculo atual – seja comercial, empregatício ou de direção em relação à empresa – porém, não são independentes. Nesse caso, incluem-se ex-diretores e ex-empregados, consultores e advogados que prestam serviços à empresa. Os conselheiros independentes são membros externos sem qualquer tipo de relação, seja com sócios, grupos controladores ou executivos, que influencie sua atuação no conselho (IBGC, 2015, Id., 2017).

De acordo com o IBGC (2017), a maioria dos conselheiros das sociedades de economia mista (SEMs) listadas é indicada pelo acionista controlador, sendo que 25% dos conselheiros não são indicados pelo controlador. Nessas empresas, verificou-se que 77,9% dos conselheiros são externos e 11,4% são conselheiros internos, enquanto apenas 10,7% são independentes (IBGC, 2017b).

No caso das empresas de controle estatal, os conselhos devem desenvolver, implementar, monitorar e comunicar os controles internos, a ética e medidas consideradas para prevenir fraudes e corrupção. Em adição, o Estado deve permitir que os conselhos exerçam suas responsabilidades e respeitar sua independência (OECD, 2015b). Neste contexto, os governos são, geralmente, tentados a apontar pessoas com quem mantêm um relacionamento íntimo para atuarem como membros do conselho de administração, segundo Musacchio, Lazzarini e Aguilera (2015). Para os autores, tal situação, típica das empresas estatais, configura-se como um problema, pois tais membros indicados para o conselho terão pouco incentivo para monitorarem os gestores e vetarem decisões ineficientes. A situação explicada por Musacchio, Lazzarini e Aguilera (2015) justifica a presença de recomendações sobre melhores práticas de governança corporativa relativas ao conselho de administração advindas da B3 (2017), do IBGC (2015) e da OECD (2015b).

As principais recomendações da OECD a respeito da responsabilidade dos conselhos de administração das empresas de controle estatal incluem (OECD, 2015b):

- i) membros devem ter mandatos claramente definidos, agir em benefício do interesse da empresa e tratar igualmente todos os acionistas;
- ii) o conselho deve determinar estratégias e supervisionar os executivos com base nos objetivos estabelecidos pelo governo;
- iii) o conselho deve exercer julgamentos objetivos e independentes, sendo que todos os membros devem ser indicados com base em suas qualificações;
- iv) mecanismos de governança devem ser adotados a fim de evitar conflitos de interesse, prevenindo a interferência política no conselho de administração;

Por se tratar de uma organização internacional, as recomendações da OECD para a governança corporativa de estatais foram consideradas para o desenvolvimento do Programa Destaque de Governança de Estatais, da B3 (B3, 2017). Algumas das principais recomendações do programa da B3 (2017, p. 3), cujo objetivo é promover a “restauração da relação de confiança entre investidores e estatais”, são apresentadas a seguir.

De acordo com o programa, é vedada a participação, no conselho de administração, de: representantes de órgãos reguladores aos quais a empresa está sujeita; Ministros e Secretários de Estado; dirigentes de partidos políticos; e titulares de mandatos no Poder Legislativo, ainda que licenciados do cargo. Os cargos de presidente do conselho de administração e diretor-presidente (CEO) não devem ser assumidos pela mesma pessoa. Em levantamento realizado pelo IBGC (2017), verificou-se que 26 das 30 sociedades de economia mista (SEMs), listadas no Brasil, reservam ao conselho a responsabilidade de eleger a diretoria executiva, incluindo a nomeação do diretor-presidente.

Em relação à quantidade de membros, a lei nº 6.404 (BRASIL, 1976), que dispõe sobre as sociedades por ações, estabelece que o conselho de administração deve ser composto por, no mínimo, 3 membros eleitos pela assembleia-geral. A recomendação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2015) é de que o conselho seja composto por 5 a 11 membros. Por sua vez, o Programa Destaque em Governança de Estatais, da B3, exige um conselho formado por 7 a 11 membros (B3, 2017). O IBGC (2017) levantou dados a respeito do número de membros do conselho de administração das 30 SEMs listadas na B3 em 2016, compondo uma amostra de 271 conselheiros titulares, conforme indicado na Tabela 1.

Tabela 1. Número de membros dos conselhos de administração das SEMs

	Total	Federais	DF/Estaduais/Municipais
Média	9,0	7,1	9,7
Mediana	8,5	7,5	9,0
Máximo	18,0	9,0	18,0
Mínimo	5,0	5,0	6,0

Fonte: IBGC (2017b)

A questão da independência do conselho apresenta grande importância para a governança corporativa das estatais, uma vez que membros indicados pelo governo terão pouco incentivo para exercer suas atividades de

monitoramento e tomada de decisão de forma adequada, conforme explicam Musacchio, Lazzarini e Aguilera (2015). Silveira (2010) reforça a importância da questão da independência para o conselho ao explicar que, ao não possuir vínculos especiais com executivos ou acionistas, ou outros conflitos de interesses, os conselheiros estariam em melhores condições de tomar decisões imparciais que visem ao resultado de longo prazo. No entanto, o autor ressalta que não basta haver independência, é preciso que o conselheiro possua qualificação técnica, disponibilidade de tempo e envolvimento com a organização, além de incentivos adequados para serem conselheiros efetivos.

O Programa Destaque em Governança de Estatais exige a presença de 30% de membros independentes para compor o conselho de administração (B3, 2017), enquanto a Lei de Responsabilidade das Estatais - Lei 13.303/2016 determina um mínimo de 25% (BRASIL, 2016). Com relação à referida determinação, Fontes Filho e Alves (2018) ressaltam que tal percentual pode não representar uma quantidade adequada de conselheiros independentes para evitar influências negativas advindas do Estado e desvios na consecução de seus objetivos sociais. O “conselheiro independente” é caracterizado por (B3, 2017, p. 39)

- I** – não ter mantido, nos últimos 3 (três) anos, vínculo de qualquer natureza com a Estatal ou o Controlador Público que possa comprometer sua independência, exceto participação de capital;
- II** – não ser cônjuge ou parente consanguíneo ou afim até terceiro grau do Chefe do Poder Executivo, Ministro ou Secretário do Controlador Público ou de administrador da Estatal;
- III** – não ser ou não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada às pessoas mencionadas no inciso II acima;
- IV** – não ser ou não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da Estatal, de sociedade controlada, coligada ou subsidiária;
- V** – não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços ou produtos da Estatal, em magnitude que implique perda de independência;
- VI** – não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços ou produtos à Estatal, em magnitude que implique perda de independência;
- VII** – não receber outra remuneração da Estatal além daquela relativa ao cargo de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos dessa restrição).

De acordo com levantamento feito pelo IBGC (2017) com 30 sociedades de economia mista, listadas na B3, dez empresas determinam, em seus estatutos sociais, que ocupante de cargo da administração pública direta assuma posição no conselho. Nesse caso, as empresas indicam que ministros ou secretários sejam necessariamente membros dos conselhos. No entanto, verificou-se que a maioria das empresas analisadas não estabelece a interferência direta do controlador para nomear diretores (IBGC, 2017b).

A composição do conselho de administração tem recebido muita atenção no contexto das empresas privadas, no entanto, pouca atenção tem sido dada a este tópico no âmbito das empresas de controle estatal, segundo Menozzi, Urtiaga e Vannoni (2012). Tais autores realizaram estudo com 114 empresas estatais na Itália, e concluíram que o tamanho do conselho, e a presença de diretores politicamente conectados, exercem um efeito inflacionário no número de empregados da empresa, e que grandes conselhos podem sofrer de problemas de coordenação. Ademais, os autores verificaram que membros independentes dos conselhos podem esconder uma

afiliação política indireta ou, ainda, tentar perseguir os mesmos objetivos políticos sem necessariamente possuir uma conexão política.

Allini, Rossi e Hussainey (2016) examinaram o papel do conselho na divulgação de informações sobre riscos, prática recomendada pela OCDE, em 17 empresas italianas de controle estatal. Os autores verificaram a presença, em média, de 60% de membros independentes no conselho de administração. Adicionalmente, foi constatado que a diversidade nos conselhos de administração foi a única variável estudada que afetou a divulgação de riscos pelas empresas estatais analisadas. Dessa forma, os autores concluíram que a presença de mulheres nos conselhos melhorou a efetividade do conselho e fortaleceu a prestação de contas e transparência das empresas verificadas.

Em uma comparação de conselhos de administração de empresas estatais com aqueles de empresas privadas, Tong, Junarsin e Li (2015) compararam 2.174 ECEs e 845 empresas privadas listadas na China e concluíram que as estatais são, relativamente, superiores às privadas, especialmente em indicar diretores independentes, vindos da academia, para os conselhos de administração. Ademais, verificou-se que nas empresas de controle estatal há menor probabilidade do presidente do conselho ser o CEO da organização. Tong, Junarsin e Li (2015) também verificaram que as empresas estatais, se comparadas às empresas privadas, possuem um conselho maior, com maior frequência de reuniões e cujos membros possuem maior nível médio de escolaridade.

Questões relativas ao conselho de administração em empresas de controle estatal também foram objeto de estudo de Simpson (2014). O autor analisou todas as ECEs sob a supervisão da *State Enterprises Commission* de Ghana, e concluiu que os membros dos conselhos não são politicamente independentes. Tal situação, segundo o autor, é evidenciada pelo contínuo apoio e aprovação das atividades empresariais que geram vantagens políticas para o governo que indicou os membros do conselho, o que não leva, necessariamente, à aprovação de atividades lucrativas.

Os comitês de assessoramento do conselho de administração também são importantes órgãos para a boa governança corporativa, no sentido em que capacitam os conselhos para uma melhor tomada de decisão. Os comitês não são deliberativos, ou seja, apenas analisam e elaboram recomendações, e devem ser compostos exclusivamente pelos conselheiros. Os três principais comitês englobam questões de: auditoria, remuneração e nomeação/governança corporativa (SILVEIRA, 2010). De acordo com estudo realizado pelo IBGC (2017), em cerca de 33% das SEMs brasileiras listadas, há apenas um comitê de apoio ao conselho de administração, sendo que em 30% dessas empresas não existe nenhum comitê, conforme indicado na Tabela 2.

Tabela 2. Número de comitês de assessoramento nas SEMs

Número de comitês	Número de empresas	Percentual
0	9	30,0%
1	10	33,3%
2	5	16,7%
3 ou mais	6	20,0%
Total	30	100,0%

Fonte: IBGC (2017b)

Em relação ao comitê de auditoria, destacam-se as seguintes atribuições: supervisionar a integridade e qualidade das práticas e demonstrativos contábeis; verificar a conformidade dos atos da administração em relação aos estatutos sociais e ordenamento legal; analisar as práticas de gerenciamento de riscos; conduzir a seleção e avaliar as atividades da auditoria independente, promover a independência e efetividade da auditoria interna (ANDRADE; ROSSETTI, 2009; SILVEIRA, 2010). De acordo com o IBGC (2017b), o comitê de auditoria é o mais presente nas SEMs listadas na B3 em 2016, com 40% de frequência.

O comitê de remuneração é responsável por: desenvolver a política de remuneração dos altos executivos; definir o pacote de remuneração de conselheiros e demais diretores da empresa; definir as metas de desempenho para os executivos e avaliá-los formalmente; coordenar o planejamento sucessório dos principais cargos e avaliar o processo de retenção de executivos com alto potencial na organização (SILVEIRA, 2010).

Sobre o comitê de nomeação/governança corporativa, destacam-se, entre as principais atribuições: a coordenação do processo de seleção de novos conselheiros; realizar avaliação individual dos conselheiros; a recomendação sobre a composição dos comitês e sobre melhores práticas de governança ao conselho; coordenar o processo de seleção e indicação do diretor-presidente; e analisar, periodicamente, a eficácia das práticas de governança adotadas pela empresa (SILVEIRA, 2010).

Andrade e Rossetti (2009) ressaltam que a simples constituição do conselho de administração e seus comitês não representa uma garantia de monitoramento eficaz, que reduza, a níveis mínimos, os conflitos e custos de agência, e maximize o retorno da empresa. No entanto, a existência de tais órgãos, segundo os autores, é uma condição necessária à governança corporativa de grandes empresas.

2.2.3. Códigos de melhores práticas de governança corporativa

Os códigos de governança corporativa constituem um conjunto de recomendações de melhores práticas relativas a diferentes questões, como: a atuação e composição dos conselhos de administração, o relacionamento entre acionistas e executivos, a auditoria e divulgação de informações, além da seleção, remuneração e demissão de executivos (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004). Verifica-se a publicação de tais códigos em três níveis hierárquicos, segundo Cuomo, Mallin e Zattoni (2016): internacional, nacional e empresas individuais.

A implementação dos códigos de governança em um país pode ocorrer de duas maneiras: pela regulação voluntária, via *comply or explain*⁷, ou pela legislação. A prática do *comply or explain* considera que as empresas devem explicar seus motivos por não terem adotado determinada recomendação do código de governança corporativa. Em relação à legislação, o exemplo mais conhecido é o *Accounting Industry Reform Act* dos Estados Unidos, conhecido como Lei Sarbanes-Oxley (SOX), estabelecida em 2002 (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2009). Fracassos na governança corporativa, que foram amplamente divulgados, nos Estados Unidos, levaram à criação da Lei SOX, cujo principal objetivo era restaurar a integridade das demonstrações financeiras e prevenir as empresas de realizarem fraudes (COHEN; DEY; LYS, 2008).

⁷ “Pratique ou explique”.

Melhorar a qualidade da governança das empresas e aumentar a prestação de contas aos acionistas – com foco na maximização de valor para os acionistas e *stakeholders* – é o objetivo dos códigos de governança corporativa (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004). Cuomo, Mallin e Zattoni (2016) ressaltam que os códigos encorajam o papel ativo e independente dos conselhos de administração no controle do comportamento dos executivos, em concordância com a teoria de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Os códigos de boas práticas de governança corporativa surgem por razões de eficiência e legitimidade, e complementam o sistema legal, segundo Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004). As razões de eficiência que justificam a proliferação de tais códigos compreendem fatores endógenos, como o desenvolvimento dos mercados de capitais. As razões de legitimidade, por outro lado, são motivadas por fatores exógenos como integração econômica mundial e presença de investidores institucionais estrangeiros. Nesse sentido, se as práticas de governança corporativa, expostas pelos códigos, se tornam institucionalizadas, sua adoção resulta em legitimação para a organização (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004)⁸.

De acordo com Gerner-Beuerle (2017), pode-se dizer que a publicação do *Cadbury Report* marca o nascimento do movimento da governança corporativa na Europa. Desenvolvido no Reino Unido em 1992, o *Cadbury Report* é internacionalmente reconhecido como seminal para o desenvolvimento da governança corporativa, conforme ressaltam Pollitt e Jones (2004). Suas recomendações – como conselho de administração composto por membros independentes – tornaram-se comuns em diversos códigos sucessores, segundo Gerner-Beuerle (2017). Em adição, Aguilera e Cuervo-Cazurra (2009) esclarecem que o *Cadbury Report* compreende a adesão voluntária às práticas propostas pelo código. No entanto, os autores explicam que o código é baseado na regra do “*comply or explain*”. No contexto brasileiro, Leal, Carvalho e Iervolino (2015) ressaltam que não existem requerimentos do tipo “*comply or explain*”.

Os seguintes termos de referência para boas práticas de governança corporativa são adotados pelo *Cadbury Report*: (i) a responsabilidade de executivos e membros de conselhos na revisão e apresentação de informações sobre o desempenho aos acionistas e demais partes interessadas; (ii) a composição e papel dos conselhos; (iii) as responsabilidades dos auditores e a extensão da auditoria; e (iv) a ligação entre acionistas, conselhos e auditores (CADBURY REPORT, 1992).

As recomendações apresentadas no Cadbury Report foram incorporadas aos princípios de governança corporativa da OECD, conforme Pollitt e Jones (2004). Publicado inicialmente em 1999, o relatório de Princípios de Governança Corporativa da OECD tornou-se referência internacional para empresas, investidores e demais *stakeholders* no mundo todo (OECD, 2015a) e constitui um marco histórico para a governança corporativa, de acordo com Andrade e Rosetti (2009). Códigos criados por instituições transnacionais, como a OECD, têm sua importância refletida na criação de recomendações para lidar com problemas de governança corporativa de empresas de todo o mundo, além de servirem como base para a criação de códigos de governança nacionais, conforme Aguilera e Cuervo-Cazurra (2009).

⁸ Segundo Meyer e Rowan (1977), a institucionalização considera o processo pelo qual processos sociais ou obrigações assumem uma posição de regra no pensamento e ação social. As organizações que incorporam práticas e procedimentos institucionalizados em sociedade, de acordo com os autores, aumentam sua legitimidade e chances de sobrevivência, independentemente da eficiência imediata de tais práticas e procedimentos.

O propósito da governança corporativa, segundo a OECD (2015a), é auxiliar no desenvolvimento de um ambiente de confiança, transparência e prestação de contas – fatores necessários para investimentos de longo prazo, estabilidade financeira e integridade dos negócios. Nesse sentido, as recomendações da OECD (2015a) para a governança corporativa estão divididas em seis capítulos, cujas principais contribuições abordam: (i) o impacto da governança corporativa na promoção da transparência e bom funcionamento dos mercados, de modo consistente com a legislação; (ii) a proteção aos interesses dos acionistas e formas de garantir tratamento igualitário, principalmente em relação aos acionistas minoritários; (iii) a relação da governança corporativa com investidores institucionais⁹; (iv) o papel dos *stakeholders* na governança corporativa; (v) transparência na divulgação de informações relativas aos resultados financeiros e operacionais, aos objetivos e à estrutura de propriedade da empresa; e (vi) responsabilidades do conselho de administração.

A OECD também desenvolveu, em 2005, recomendações para práticas de governança corporativa nas empresas de controle estatal (ECEs), as quais foram atualizadas em 2015. As diretrizes da OECD para estatais representam um complemento aos Princípios de Governança Corporativa, no entanto, tais empresas podem se beneficiar das recomendações destinadas ao setor privado. O objetivo de tais recomendações é profissionalizar o Estado como proprietário, promover a operação das estatais de maneira eficiente, transparente e com prestação de contas, e garantir que a competição entre ECEs e empresas privadas, quando ocorrer, seja conduzida de maneira justa. Ademais, as diretrizes são aplicáveis a todas as ECEs cujos objetivos sejam exclusivamente econômicos, ou em conjunto com objetivos referentes a políticas públicas, ou ao exercício da autoridade e função do governo (OECD, 2015b).

As diretrizes da OECD (2015b) para ECEs estão divididas em: i) justificativas para a propriedade estatal; ii) o papel do Estado como proprietário; iii) empresas de controle estatal no mercado; iv) tratamento igualitário para acionistas e outros investidores; v) relações com *stakeholders* e responsabilidade nos negócios; vi) divulgação de informações e transparência; e vii) responsabilidades dos conselhos de empresas de controle estatal.

Em relação às justificativas da propriedade estatal, a OECD (2015b) explica que o Estado exerce a propriedade das ECEs em benefício do povo, e deve maximizar valor para a sociedade através da alocação eficiente de recursos. Em adição, o Estado deve cuidadosamente avaliar e divulgar os objetivos que justificam a propriedade estatal.

Sobre o papel do Estado como proprietário, a OECD (2015b) estabelece que o Estado deve atuar como um proprietário ativo e informado, garantindo que a governança das ECEs seja conduzida de maneira transparente e com prestação de contas, por meio de um alto nível de profissionalismo e efetividade. Tal diretriz determina ainda que o governo deve conceder total autonomia para que as ECEs atinjam seus objetivos determinados, sem intervir na gestão de tais empresas.

A terceira diretriz – empresas de controle estatal no mercado – define que as questões legais e regulatórias envolvendo as ECEs devem garantir uma competição justa no mercado quando essas empresas empreenderem atividades econômicas. Ademais, quando os objetivos econômicos se aliarem aos objetivos de

⁹ Investidores institucionais como fundos mútuos, fundos de pensão, seguradoras e fundos de cobertura (*hedge funds*) (OECD, 2015). Segundo Rose (2016) os investidores institucionais têm se tornado cada vez mais ativos para confrontar práticas inadequadas de governança corporativa em empresas listadas.

políticas públicas, deve haver altos níveis de transparência e divulgação de informações em relação à estrutura de custos e receitas (OECD, 2015b).

A OECD (2015b) recomenda, em relação aos investidores, que as ECEs devem reconhecer o direito de todos os acionistas, garantindo um tratamento igualitário e acesso às informações corporativas. Nesse sentido, destaca-se a recomendação de facilitar a participação de acionistas minoritários nas assembleias de acionistas, permitindo que tomem parte em decisões fundamentais às empresas, como eleição do conselho de administração.

Sobre a relação com *stakeholders* e responsabilidade nos negócios, a OECD (2015b) determina que ECEs listadas devem prestar contas de sua relação com *stakeholders*, reconhecendo seus direitos estabelecidos por leis ou por acordos mútuos. Em relação à responsabilidade nos negócios, destaca-se que as ECEs devem desenvolver, implementar e monitorar controles internos, programas de ética e *compliance*¹⁰, a fim de prevenir fraudes e corrupção. Em adição, a OECD ressalta que as ECEs não devem ser usadas como veículos para atividades políticas, e não devem fazer contribuições para campanhas políticas.

A diretriz de divulgação de informações e transparência estabelece que as ECEs devem promover altos padrões de transparência e a mesma alta qualidade de prestação de contas, divulgação de informações, *compliance* e padrões de auditoria enquanto empresas listadas. Ademais, as declarações financeiras das ECEs devem ser submetidas à auditoria externa independente (OECD, 2015b).

Por fim, a diretriz relativa às responsabilidades do conselho de administração das ECEs afirma que os conselhos devem ter autoridades, competência e objetividade para desempenhar as funções de monitoramento da gestão. Deve-se observar a independência dos membros do conselho para desempenharem suas funções de forma objetiva (OECD, 2015b).

O destaque das diretrizes para governança de ECEs propostas pela OECD, segundo Fontes Filho e Picolin (2008) é fortalecer a autonomia das empresas e de seus conselhos. Os autores destacam que o mérito de tais diretrizes é indicar referências internacionais e soluções direcionadas às especificidades da governança de empresas estatais, considerando sua característica pública e seu impacto na economia nacional

No Brasil, o código de melhores práticas desenvolvido pelo IBGC e as recomendações de governança corporativa da CVM representam duas compilações de recomendações de melhores práticas de governança corporativa, segundo Leal, Carvalhal e Iervolino (2015). De acordo com Silveira (2010), o código de melhores práticas do IBGC é o principal documento de referência sobre governança corporativa no Brasil.

O IBGC foi fundado em 27 de novembro de 1995, sob a denominação de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), com intuito de fortalecer a atuação dos conselhos de administração no país. No entanto, em 1999, as discussões se ampliaram para questões relativas à propriedade, diretoria e auditoria independente, de forma que o IBCA passou a assumir o nome de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2017a). Em 1999 também foi publicada, pelo IBGC, a primeira edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o qual se encontra em sua 5ª edição, publicada em 2015. A 5ª edição reforça o papel da ética nos negócios e ampliar o olhar para diversos *stakeholders* (IBGC, 2015). Todas as práticas expressas no código são pautadas pelos princípios básicos de governança corporativa, de acordo com o IBGC (2015): transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa.

¹⁰ *Compliance* refere-se à “conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país” (ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 141).

O princípio da transparência refere-se à atitude de disponibilizar informações relevantes e de interesse dos *stakeholders*, de maneira que não se restrinja às informações previstas nas leis e regulamentos. O princípio da equidade consiste no tratamento justo e igualitário de todos os sócios e *stakeholders*, considerando seus direitos, deveres e interesses. O princípio de prestação de contas ressalta que tal ação deve ser feita de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, atribuindo-se toda a responsabilidade de atos e omissões aos agentes de governança¹¹. O princípio de responsabilidade corporativa atesta que os agentes de governança devem se concentrar na viabilidade econômico-financeira, reduzindo externalidades negativas e aumentando as positivas, considerando os diferentes capitais atuantes na organização (IBGC, 2015).

Os princípios expostos formam o alicerce do desenvolvimento da boa governança corporativa, a qual é objetivo dos fundamentos e práticas expressos no código do IBGC. Nesse sentido, o código estrutura-se em cinco capítulos: i) sócios; ii) conselho de administração; iii) diretoria; iv) órgãos de fiscalização e controle; e v) conduta e conflito de interesses (IBGC, 2015).

Em relação ao primeiro capítulo, que discorre sobre questões relativas aos sócios, destaca-se a recomendação de que cada ação dê direito a um voto para o acionista, pois é a estrutura que mais promove o alinhamento de interesses entre todos os acionistas (IBGC, 2015)¹². Segundo Adams e Ferreira (2008) tal prática é desejável uma vez que a concentração de controle pode levar a problemas de agência. Dessa forma, verifica-se que a recomendação do código de melhores práticas do IBGC está em concordância com as exigências do Novo Mercado, segmento especial de listagem da B3, o qual determina a emissão exclusiva de ações ordinárias com direito a voto¹³ (B3, 2018). Nesse sentido, Silveira et al. (2009) verificaram que a proporção de ações com direito a voto, em relação ao total de ações, possui correlação positiva com o indicador q de Tobin, o que indica uma associação positiva entre a adoção da prática de “uma ação/um voto” e o valor da empresa.

No capítulo seguinte, o IBGC (2015, p. 39) apresenta a seguinte conceituação sobre o conselho de administração: “[...] é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Ele exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização, sendo seu principal componente.”.

O IBGC (2015) recomenda um conselho composto por um número entre cinco e onze membros, ressaltando a importância da diversidade de perfis dos conselheiros. A independência dos membros do conselho também é fundamento importante do código de melhores práticas do IBGC. Nesse sentido, Liu et al. (2015) verificaram que o nível de independência do conselho apresenta um efeito positivo no desempenho de empresas chinesas listadas, especialmente naquelas controladas pelo governo. O código estabelece ainda a atuação técnica por parte dos conselheiros, isenta de influências de relacionamentos pessoais ou profissionais. (IBGC, 2015).

¹¹ Segundo o IBGC (2015, p. 13), agentes de governança são os “[...] indivíduos e órgãos envolvidos no sistema de governança, tais como: sócios, administradores, conselheiros fiscais, auditores, conselho de administração, conselho fiscal, etc.”.

¹² A lei nº 10.303 de 2001 estabelece que as ações preferenciais sem direito a voto não podem ultrapassar 50% do total de ações emitidas (BRASIL, 2001).

¹³ O Novo Mercado compõe os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), criados pela Bovespa em 2000, os quais estabeleceram práticas adicionais de governança corporativa a serem adotadas voluntariamente pelas empresas. O objetivo da criação de tais níveis era diminuir a assimetria de informações e riscos no mercado, fomentando maior arrecadação de recursos (MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012).

Sobre as recomendações relativas à diretoria, destaca-se que ela é responsável por executar a estratégia aprovada pelo conselho de administração, administrando os ativos com foco na geração de valor para a organização e seus *stakeholders*. Nesse sentido, recomenda-se que a diretoria mantenha um relacionamento contínuo e transparente com as diversas partes interessadas, de forma que se estabeleça uma reputação positiva da organização e seus administradores. O IBGC estabelece que a eleição dos diretores deve ser realizada pelo conselho de administração, que deve considerar a qualificação do indicado, o que compreende experiência no mercado, tempo de atuação, formação e reputação. Ademais, o código recomenda que se considere a diversidade, inclusive de gênero, na composição da diretoria (IBGC, 2015).

O código de melhores práticas do IBGC também destaca a importância da remuneração da diretoria, uma vez que constitui importante ferramenta para atrair, motivar e reter diretores, e manter o alinhamento de seus interesses com os da organização (IBGC, 2015). Nesse contexto, Conyon e He (2011) concluíram que a remuneração de executivos de empresas chinesas listadas possui correlação positiva com o desempenho da empresa, além de ser menor em empresas de controle estatal.

O quarto capítulo discorre sobre os órgãos de fiscalização e controle, como auditoria e conselho fiscal. O comitê de auditoria representa um órgão de assessoramento do conselho de administração e deve ser composto, de preferência, por conselheiros independentes, a fim de evitar conflitos de interesses. Nesse sentido, trata-se de um órgão de controle, o qual possui funções delegadas pelo conselho de administração, enquanto o conselho fiscal possui fins de fiscalização. Ademais, ressalta-se que o conselho fiscal é eleito pelos sócios, e não se subordina ao conselho de administração (IBGC, 2015). Em estudo sobre a evolução das práticas de governança corporativa no Brasil, Leal, Carvalho e Iervolino (2015) destacam que 29% das 334 empresas listadas avaliadas em 2013 declararam possuir comitê de auditoria.

Por fim, o último capítulo trata do código de conduta e dos conflitos de interesses. O código de conduta estabelece princípios éticos que refletem a identidade e cultura da organização, fortalecendo sua reputação. Sendo assim, o conselho de administração fica responsável por disseminar e monitorar a incorporação do código de conduta em todos os níveis da organização. Estabelece-se a atuação do conselho de administração no monitoramento de todas as transações que possam ser fontes de conflitos de interesses envolvendo sócios, diretores ou conselheiros (IBGC, 2015). Leal, Carvalho e Iervolino (2015) verificaram, através de um índice para medir a aderência de empresas listadas na B3 às boas práticas de governança corporativa, aderência muito baixa às práticas relativas a questões éticas e de conflitos de interesse no ano de 2013. Evidencia-se tal lacuna ao se comparar a pontuação de cada dimensão do índice de governança corporativa: ética e conflito de interesse (3,3); divulgação de informações (6,6); composição e atuação do conselho de administração (6,4) e direitos dos acionistas (6,3). No entanto, entre 2004 e 2013, a dimensão de ética e conflitos de interesse apresentou um aumento de 22% na sua pontuação, segundo Leal, Carvalho e Iervolino (2015).

Cabe ressaltar a atuação da B3 e seus esforços para aprimorar as práticas de governança corporativa para as estatais, através da criação, em 2015, “Programa Destaque em Governança de Estatais”. Em maio de 2017, o programa teve suas medidas revistas para promover o alinhamento com a Lei nº 13.303/2016. As medidas do programa são agrupadas nas seguintes linhas de ação: transparência, controles internos, composição da administração e do conselho fiscal e compromisso do controlador público (B3, 2017).

2.3. Governança corporativa em empresas estatais

Atribui-se, de acordo com Di Pietro (2012, p. 500) o termo “empresa estatal” para designar

Todas as entidades, civis ou comerciais, de que o Estado tenha o controle acionário, abrangendo a empresa pública, a sociedade de economia mista e outras empresas que não tenham essa natureza e às quais a Constituição faz referência, em vários dispositivos, como categoria à parte.

O Decreto-Lei n° 200/1967 (BRASIL, 1967), apresenta as seguintes definições de empresa pública e sociedade de economia mista

Empresa pública: a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com patrimônio próprio e capital exclusivo da União, criado por lei para a exploração de atividade econômica que o governo seja levado a exercer por força de contingência ou de conveniência administrativa podendo revestir-se de qualquer das formas admitidas em direito.

Sociedade de economia mista: a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta.

A OECD (2015b), em suas diretrizes de governança corporativa para estatais, considera que qualquer entidade corporativa reconhecida pela lei como uma empresa – e na qual o Estado exerce propriedade – deve ser considerada uma empresa estatal. Ademais, a OECD (2015b) ressalta que o Estado exerce a propriedade das estatais em benefício do público em geral.

Diversos argumentos são utilizados para explicar o surgimento do capitalismo de Estado, de acordo com Musacchio e Lazzarini (2015). Tais argumentos, segundo os autores, baseiam quatro visões diferentes: (i) política industrial; (ii) social; (iii) política; e (iv) dependência da trajetória.

A visão da política industrial considera a atuação do Estado como forma de resolver falhas de mercado. A visão social considera o duplo objetivo das empresas influenciadas pelo Estado: perseguir objetivos sociais – como empregabilidade alta e preços baixos – e ao mesmo tempo atuar sob a lógica de maximização de valor para os acionistas. A visão política preocupa-se com a interferência política nas estatais e os problemas decorrentes, refletidos em decisões inadequadas para a empresa devido às pressões do governo. A visão da dependência da trajetória explica o capitalismo de Estado como consequência de processos históricos e da configuração institucional herdada pelo país, resultando em uma preferência ideológica a favor da intervenção do Estado na economia (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2015).

Em relação ao controle estatal, Boubakri et al. (2018) afirmam que existem duas visões contrastantes na literatura. Por um lado, argumenta-se que o controle pelo Estado é desfavorável, pois acarreta em custos derivados da utilização da empresa para questões políticas – em detrimento da maximização de lucro – em concordância ao exposto por Shleifer e Vishny (1994). Por outro lado, a visão favorável ao controle estatal

considera que as empresas podem se beneficiar em momentos de crises financeiras através de subsídios, concessões e acesso facilitado a algumas formas de crédito (BOUBAKRI et al., 2018).

As formas gerais de capitalismo de Estado são apresentadas por Musacchio, Lazzarini e Aguilera (2015): (i) empresas totalmente controladas pelo Estado; (ii) Estado como investidor majoritário; (iii) Estado como investidor minoritário; e (iv) envolvimento estratégico do Estado.

As empresas totalmente controladas pelo Estado são fundadas e influenciadas diretamente pelos governos, com transparência e autonomia limitadas. Tais empresas carecem de boas práticas de governança, o que se verifica, frequentemente, na estreita relação entre membros do conselho de administração, executivos e membros do governo. Também é comum a existência de múltiplos e complexos objetivos sociais que possuem grandes chances de prejudicar a eficiência e rentabilidade dessas empresas, uma vez que são gerenciadas por indivíduos indicados pelo governo. Ressalta-se, ainda, que existem poucas restrições orçamentárias, haja vista que o governo pode intervir em casos de determinados projetos apresentarem baixo desempenho (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015).

Nas empresas em que o Estado é o acionista majoritário, observa-se a inclusão de práticas aprimoradas de governança corporativa para atrair novos investidores e mitigar problemas de agência. Tais práticas incluem: conselhos com membros externos independentes, gestores profissionais com experiência técnica; remuneração de executivos baseada no desempenho e maior transparência. A governança corporativa contribui para limitar as tentativas do governo de utilizar as estatais para alcançar objetivos sociais e executar projetos para ganhos políticos, em detrimento do retorno do capital. No entanto, os múltiplos objetivos mostram-se presentes, ainda que a presença de investidores externos limite a influência política excessiva do governo nessas empresas (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015).

Quando o Estado atua como acionista minoritário, os problemas de agência serão moderados ou baixos, uma vez que a empresa não é controlada e gerenciada diretamente pelo governo. Nesses casos, os governos controlam seus investimentos por meio de participação direta em empresas parcialmente privatizadas, ou indiretamente, por meio de fundos de pensão ou fundos soberanos. Neste contexto, haverá maior ênfase na lucratividade e restrições orçamentárias moderadas. No entanto, no caso das empresas denominadas como “campeãs nacionais”¹⁴ as restrições podem ser suavizadas devido às conexões políticas (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015).

Em relação ao envolvimento estratégico do Estado, ressalta-se, que neste tipo de intervenção, o Estado atua como um catalisador do empreendedorismo. Isso ocorre através da criação de políticas industriais, ou pela participação minoritária através de bancos estatais de desenvolvimento, por exemplo. Os problemas de agência são baixos nessas empresas, pois são administradas por gestores profissionais, de forma que o Estado apenas oferece suporte. Dessa forma, verifica-se foco na rentabilidade como objetivo e restrições orçamentárias moderadas a altas (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015).

A forte atuação das empresas públicas teve início após a Segunda Guerra Mundial – na Europa, Canadá e Austrália – quando os governos assumiram a propriedade e controle de grandes setores da atividade econômica: transportes, energia e recursos naturais (TONINELLI, 2000). No Brasil, a Segunda Guerra Mundial

¹⁴ Empresas escolhidas por políticos para receberem certos investimentos ou empréstimos, objetivando estimular seu crescimento e a consolidação setorial (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2015).

afetou a importação de matérias-primas, instaurando uma necessidade de rápida industrialização do país, o que ocorreu através da criação das empresas estatais, segundo o Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (BRASIL, 2015).

A atividade das empresas públicas apresentou uma fase rudimentar inicial durante a segunda metade do século XIX até 1930, período em que o governo brasileiro oferecia incentivos e garantias contra falência. Destaca-se o início da estatização de algumas linhas férreas, e a criação de empresas estatais como o Banco do Brasil (1808) e Caixa Econômica Federal (1861). No final da década de 1930, o governo de Getúlio Vargas promoveu uma atuação intensa do Estado brasileiro como empreendedor, a fim de promover a industrialização por substituição de importações. Verifica-se a criação de diversas empresas estatais a partir da década de 1940, algumas das quais se tornaram as maiores empresas industriais brasileiras na década de 1970, auge do capitalismo de Estado no Brasil, com a maior expansão no número de estatais (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2015).

Além das empresas industriais, a década de 1970 apresentou a criação das concessionárias, para cada estado, de serviços públicos de água, saneamento e telecomunicações. A crise no início da década de 1980, referente às altas taxas de juros para empréstimos externos e queda no preço das exportações, incitou a necessidade de um processo de privatização no Brasil no início da década de 1990, com o Programa Nacional de Desestatização. No entanto, algumas estatais permaneceram atuando em setores estratégicos, como é o caso da Petrobras, Eletrobras, Banco do Brasil, Sabesp e Caixa Econômica Federal (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2015; BRASIL, 2015).

Note-se que a importância das ECEs reside na atuação em setores estratégicos da economia, como infraestrutura, energia, serviços postais, de água e esgoto e bancários, por exemplo. Sendo assim, as estatais exercem impacto direto sobre a sociedade, à medida que eventuais ineficiências no desempenho da empresa serão repassadas para os preços dos produtos e serviços, afetando também as cadeias produtivas (SILVEIRA, 2010).

Cabe ressaltar a criação da Secretaria de Controle de Empresas Estatais (SEST) em 1979, como órgão do subsistema de controle de recursos e dispêndios das estatais. A atuação da SEST ampliou-se nos últimos anos, como forma de incorporar a atuação na promoção de boas práticas de governança corporativa para o setor público. Em julho de 2016, o decreto nº 8.818 determinou a criação da Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais, com missão de aprimorar a atuação do Estado enquanto acionistas nas estatais federais, promovendo maior eficácia e transparência das empresas (BRASIL, 2018).

No âmbito da legislação, destaca-se a Lei de Responsabilidade das Estatais – Lei nº 13.303/2016 (BRASIL, 2016) que trata sobre aspectos de governança para as empresas estatais. Segundo o IBGC (2017) tal lei representa um marco significativo, pois disciplina sobre temas sensíveis de governança corporativa, até então desconsiderados em outros instrumentos normativos. Cabe ressaltar, que a lei reserva um espaço maior para tratar de questões relativas a licitações e compras no âmbito das empresas estatais (IBGC, 2017b).

De modo geral, três grandes dimensões são consideradas pela Lei de Responsabilidade das Estatais: (i) transparência; (ii) fiscalização e controle; e (iii) administração. O art. 8º trata sobre os requisitos de transparência, dentre os quais, destacam-se: a divulgação atualizada das informações relevantes sobre as atividades desenvolvidas, estrutura de controle, risco, dados econômico-financeiros, práticas de governança corporativa e descrição da composição e da remuneração da administração. Em relação à dimensão de

fiscalização e controle, a lei estabelece a obrigatoriedade do comitê de auditoria, da auditoria interna e de área responsável pela verificação de cumprimento de obrigações e de gestão de riscos. Na dimensão da administração, a lei dispõe sobre a criação de comitê para indicação e avaliação dos conselheiros, além de definir que o conselho seja formado por 7 a 11 membros, com 25% de conselheiros independentes (BRASIL, 2016; IBGC, 2017b).

De acordo com a SEST, dentre as exigências que a Lei de Responsabilidade das Estatais trouxe, destaca-se a apresentação de carta anual de políticas públicas e governança corporativa. Tal documento deve ser acessível à sociedade e investidores, reunindo informações sobre: interesse público que motiva a existência da empresa; políticas públicas desenvolvidas, bem como suas metas, origens de seus recursos e impactos econômico-financeiros; comentários dos administradores; estruturas de controle; fatores de risco; e políticas e práticas de governança corporativa (SEST, 2018b).

No entanto, ainda que a Lei nº 13.303 venha a contribuir para a melhoria dos padrões de governança corporativa em empresas estatais, o IBGC (2017b, p. 12) ressalta alguns pontos “insuficientemente disciplinados ou que não receberam a atenção necessária”. Em relação à exigência de que o conselho seja formado por 7 a 11 membros, o IBGC (2017b) destaca que não é considerada a possibilidade de inchaço de conselhos em empresas de menor porte, e afirma que o número deveria variar de acordo com as características de cada organização. O IBGC (2017) também critica a disposição do art. 19, sobre a representação garantida, no conselho de administração, de representante dos empregados e dos acionistas minoritários (BRASIL, 2016). Segundo o IBGC (2017b) tal disposição contraria o princípio do art. 154 da lei 6.404/1976, que determina a atuação dos conselheiros no interesse da empresa, independentemente de quem os indicou. Para o IBGC (2017b), existe um desserviço da Lei nº 13.303/2016 ao tratar os conselheiros como representantes, pois legitima a atuação em favor de interesses de grupos específicos, em detrimento dos interesses da organização.

O estabelecimento da Lei nº 13.303 em 2016, bem como a publicação de recentes diretrizes específicas para governança corporativa de empresas estatais – por parte do IBGC (2017b) e B3 (2017) – evidenciam a atual relevância do tema para Brasil. Desde a segunda metade dos anos 1990, houve esforços de transposição dos conceitos de governança corporativa para a gestão do Estado. Nesse sentido, questões relativas aos problemas de agência e mecanismos para minimizá-los, passaram a ser discutidas no âmbito do processo de governança do Estado (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

As empresas de controle estatal apresentam problemas comuns de governança, os quais existem nos demais tipos de empresas, sejam eles problemas tradicionais de agência ou conflitos em processos de tomada de decisão. No entanto, embora os problemas possam ser similares, a natureza jurídica das estatais exige análises e soluções de governança corporativa específicas para o contexto dessas empresas (FONTES FILHO; ALVES, 2018).

Nas empresas de controle estatal (ECEs), a governança corporativa é instrumento fundamental devido a três razões principais. Primeiro, as ECEs têm participação significativa na composição do Ibovespa, portanto, é de interesse dos investidores que essas empresas sejam dirigidas de acordo com as boas práticas de governança, a fim de evitar impactos negativos em seus patrimônios. Segundo, devido à sua atuação em setores estratégicos da economia. A terceira razão refere-se à importância da adoção de boas práticas de governança corporativa na atividade empresarial do Estado como forma de obter legitimidade para demandar o aprimoramento da governança no setor privado (SILVEIRA, 2010). Para Fontes Filho e Picolin (2008) a justificativa da governança

corporativa em empresas estatais é o aumento da eficiência e eficácia na produção de bens e serviços públicos e, no caso das sociedades de economia mista, inclui-se o interesse em atrair investidores.

Segundo Wong (2004), a governança corporativa em empresas estatais apresenta desafios únicos, associados às suas particularidades. Nesse contexto, Miranda e Amaral (2011) discutem a determinação dos objetivos organizacionais como um dos grandes problemas encontrados pelos administradores de sociedades de economia mista, pois pode haver conflitos entre os objetivos de interesse político e de maximização de valor para os acionistas. Nesse sentido, a divergência de desempenho entre ECEs e empresas privadas está associada ao desvio dos objetivos estabelecidos para a estatal, para atender objetivos políticos e sociais, de modo que as ECEs podem ser vistas como ferramentas para auxiliar os governos (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2018). Além das divergências em relação aos objetivos organizacionais, Fontes Filho e Alves (2018) apontam outras características que influenciam a governança corporativa das estatais, tais como: condições jurídicas diferenciadas em relação à falência e endividamento, particularidades na seleção de pessoal e no oferecimento de incentivos aos administradores.

A pressão política, segundo Shleifer e Vishny (1994), se manifesta em decisões de produção que refletem interesse de políticos, e não de consumidores, ou do que seria mais adequado, economicamente, para a empresa. Sendo assim, a governança corporativa contribui para minimizar as tentativas do governo de utilizar as estatais para executar projetos com vistas a ganhos políticos, em detrimento do retorno do capital (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015).

Wong (2004) resume as principais diferenças entre a governança de empresas do setor público e privado, apontadas no Quadro 2. Embora existam tais diferenças, é importante compreender que aspectos da governança corporativa em empresas privadas são úteis para compartilhar experiências, de modo a gerar avanços na governança das estatais (FONTES FILHO; ALVES, 2018).

	Empresas privadas	ECEs
Objetivos	Foco claro na maximização de valor.	Objetivos comerciais e não-comerciais.
Problema de agência	Agência simples – preocupação com comportamento de interesse próprio dos gestores.	Agência dupla – preocupação com comportamento de interesse próprio dos gestores, além de políticos e burocratas.
Transparência	Elevada em empresas listadas.	Baixa.

Quadro 2. Diferenças entre a governança de empresas privadas e de controle estatal
Fonte: Wong (2004).

As principais deficiências de governança nas ECEs, segundo Wong (2004) envolvem os múltiplos e conflitantes objetivos, excessiva interferência política e falta de transparência. A interferência política nas ECEs está associada à falta de clareza nas responsabilidades, bem como baixa prestação de contas e perdas na eficiência nas operações da empresa (OECD, 2015b). Para Fontes Filho e Alves (2018), a exposição política à qual estão sujeitas as estatais se manifesta através de: administradores sujeitos a decisões tomadas por coalizões políticas; pouca flexibilidade na remuneração e incentivos aos administradores; interferência política nas decisões do negócio, com vistas a cobrir custos de políticas públicas, o que compromete a avaliação real do desempenho e eficiência da empresa em seus próprios objetivos. Os autores também ressaltam que, enquanto

empresas de natureza estatal, seus objetivos políticos não devem ser negligenciados, desde que estejam de acordo com a missão empresarial.

A interferência política também pode se manifestar de forma indireta, uma vez que conselheiros declarados como independentes, podem ter afiliações políticas indiretas que não são manifestadas, conforme apontam Menozzi, Urtiaga e Vannoni (2012). Nesse sentido, Shi, Xu e Zhang (2018), identificaram que membros declarados independentes, mas que escondem formas indiretas de conexões políticas, destroem valor para as empresas que atuam, porque se tornam menos efetivos para monitorar os executivos em situações de conflitos de agência entre o agente e o principal.

Outro fator existente no contexto das estatais é que a responsabilidade pelas decisões tomadas pode ser diluída, já que tais empresas apresentam uma estrutura complexa que envolve diversos agentes na tomada de decisão: executivos, membros do conselho e membros do governo (SILVEIRA, 2010). Em adição, a falta de supervisão adequada devido à propriedade do Estado de modo passivo ou distanciada, pode enfraquecer os incentivos para as ECEs e seus empregados atuarem em benefício da empresa e do público em geral. Dessa forma, aumenta a probabilidade de que os executivos se engajem em comportamentos que sirvam aos seus próprios interesses dentro da organização (OECD, 2015b). Nesse sentido, a OECD (2015b) ressalta que o Estado deve atuar como proprietário ativo e informado, estabelecendo uma política clara e consistente, para assegurar que a governança nas ECEs seja empreendida de forma transparente e com prestação de contas.

As empresas estatais ainda estão protegidas de dois importantes mecanismos disciplinadores: as aquisições hostis e a possibilidade de falência (OECD, 2015b). Segundo Silveira (2010) a aquisição hostil se configura como um poderoso mecanismo disciplinador do comportamento dos executivos à medida que causa a possibilidade de perda de seus cargos, devido à reestruturação da empresa. Dessa forma, as ECEs apresentam pouca pressão para apresentarem bons resultados e eficiência operacional, uma vez que também não sofrerão riscos de falência, conforme explica Silveira (2010).

2.4. Efeitos da governança corporativa no desempenho e valor

As discussões sobre governança corporativa assumem a hipótese de que a adoção das melhores práticas pode impactar positivamente o desempenho das empresas por meio de melhores decisões, controles mais adequados e diminuição do custo de capital. No entanto, ainda não foi estabelecido um consenso sobre o efeito dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho, uma vez que se argumenta que diversos fatores – além da qualidade da governança corporativa – poderão influenciar o desempenho de determinada empresa (SILVEIRA, 2010).

A medida de desempenho pode considerar diferentes dimensões, sendo as mais utilizadas na literatura aquelas relativas à: (i) eficiência, que compreende *return on investment* (ROI), retorno sobre o patrimônio líquido ou *return on equity* (ROE) e retorno sobre o ativo (ROA); (ii) crescimento, associado ao crescimento do *market share* e mudança nas vendas; e (iii) lucro, que considera o retorno sobre vendas e lucro líquido (MURPHY; TRAILER; HILL, 1996). De acordo com Mbo e Adjasi (2017) devido à importância e papel central que as ECEs exercem nos países em desenvolvimento, torna-se imperativo compreender os fatores que direcionam o desempenho de tais empresas. De acordo levantamento de 272 artigos sobre governança

corporativa em empresas de controle estatal, Daiser, Ysa e Schmitt (2017) identificaram que 25,4% dos estudos são relativos ao desempenho das empresas, representando o maior tópico de pesquisa nesse contexto.

Diversos estudos também apresentam associações entre medidas abrangentes de governança corporativa e o valor das empresas – geralmente indicado pelo q de Tobin – segundo Ararat, Black e Yurtoglu (2017). O uso do q de Tobin como variável dependente é bastante comum em estudos que examinam se uma medida de governança corporativa prediz o valor de uma empresa, conforme ressaltam Black et al. (2014)¹⁵.

As pesquisas em governança corporativa, com ênfase no desempenho das empresas, apresentaram uma evolução em suas questões-chave, conforme explica Silveira (2010). Segundo o autor, na primeira geração de pesquisas, a questão era estudar como determinado mecanismo de governança corporativa influencia o desempenho das empresas. Tal perspectiva evoluiu para estudos que consideram medidas amplas de governança corporativa e sua influência no desempenho. Nesse sentido, diversos estudos desenvolveram índices para medir a qualidades das práticas de governança corporativa, a fim de evidenciar a influência de tais práticas sobre o desempenho, segundo Maranhão, Fonseca e Frega (2016). A seguir, serão apresentados estudos que investigam a relação entre governança corporativa, desempenho e valor das empresas.

Utilizando um índice de governança corporativa estruturado pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA), Klapper e Love (2004) apresentaram evidências de uma relação significativa e positiva entre a qualidade da governança corporativa (representada pelo índice do CSLA) e o desempenho e valor de empresas de 14 países emergentes. O desempenho foi aproximado pela variável ROA e o valor pelo q de Tobin. Através das análises apresentadas pelo estudo, as autoras puderam confirmar a hipótese de que empresas com melhores níveis de governança corporativa possuem maior valor. No entanto, as autoras ressaltam que o estudo não considera a questão da causalidade direta, devido à questão da endogeneidade entre as variáveis de governança corporativa, valor e desempenho. Klapper e Love (2004) verificaram, ainda, que empresas de países com fracos sistemas legais apresentam, em média, níveis mais baixos de governança corporativa. Tal resultado sugere que as empresas não são capazes de compensar a falta de um forte sistema legal, ainda que possam aprimorar, de forma independente, a proteção aos investidores e os direitos dos acionistas minoritários.

Silveira, Barros e Famá (2005) investigaram a influência da qualidade da governança corporativa sobre o valor de mercado de 154 empresas abertas brasileiras. Os autores utilizaram um índice amplo das práticas de governança, o qual avalia práticas relativas ao acesso às informações, conteúdo das informações, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle. As variáveis q de Tobin e *price-to-book value* foram utilizadas para representar o valor de mercado. Os autores concluíram, utilizando diferentes abordagens econométricas, que há uma influência positiva e significativa da qualidade da governança corporativa sobre o valor de mercado das empresas. De modo semelhante, Silva e Leal (2005) construíram um índice para avaliar a qualidade da governança corporativa de empresas listadas no Brasil. Tais autores verificaram que as empresas com melhor nível de governança corporativa apresentam desempenho – medido pelo ROA – significativamente superior.

Black, Carvalho e Sampaio (2014) analisaram a evolução das práticas de governança corporativa no Brasil em relação aos anos de 2004, 2006 e 2009, além da associação entre tais práticas e o valor das empresas. Verificou-se uma melhoria nas práticas adotadas pelas empresas, especialmente devido ao crescimento dos

¹⁵ Estudos desta natureza são denominados “*governance-to-value studies*” na literatura. (BLACK, et al., 2014).

segmentos de listagem do Novo Mercado e Nível 2, por meio de ofertas públicas iniciais de ações. Em relação ao valor – mensurado pelo q de Tobin – os autores concluíram que a adoção de práticas exigidas pelo Novo Mercado ou Nível 2 prevê maior q de Tobin. Segundo os autores, tal resultado sugere que as empresas tendem a adotar elementos de governança corporativa valorizados pelos investidores.

Em estudo recente, Ararat, Black e Yurtoglu (2017) também encontraram evidências de uma forte associação entre governança corporativa e valor em empresas da Turquia. Segundo os autores, práticas relativas à divulgação de informações – ou *disclosure* – são as que mais preveem um aumento na variável q de Tobin, a qual indica o valor da empresa.

Estudos semelhantes sobre governança corporativa, valor e desempenho vêm sendo conduzidos com foco em empresas estatais e suas particularidades¹⁶. Dentre tais particularidades, é possível citar as conexões políticas de determinados executivos de estatais, característica que foi objeto de estudo para Ding et al. (2014), em uma amostra com empresas estatais e privadas chinesas. Tais autores examinaram o efeito da influência política, advinda da propriedade do governo e das conexões dos gestores, sobre a governança corporativa e o desempenho das empresas, medido pelo ROA. Concluiu-se que a influência política da propriedade, representada pelo controle do governo, deteriora, de forma significativa, os mecanismos de governança corporativa ao reduzir a proporção de membros independentes do conselho.

Em relação ao desempenho, Ding et al. (2014) verificaram que o controle das empresas por agências do governo aumenta significativamente o ROA, através de benefícios obtidos pela influência política nessas empresas. Por sua vez, Subramanian (2015) verificou que o desempenho de empresas estatais na Índia é positivamente influenciado pela divulgação de informações (*disclosure*) relativas à estrutura de propriedade, ao direito dos acionistas e à estrutura e processos conselho de administração.

Leung e Cheng (2013) realizaram estudo com dois grupos de empresas estatais chinesas: controladas pelo governo central e pelo governo local. O objetivo foi examinar a influência dos mecanismos de governança corporativa no valor – medido pelo q de Tobin – dessas empresas. Concluiu-se que – para as empresas controladas pelo governo central – quanto maior o nível de concentração de propriedade entre o segundo e quinto maiores acionistas, maior o valor das empresas. Isso se dá, possivelmente, pelo fato de que nas empresas controladas pelo governo central, os demais acionistas são grandes e podem efetivamente monitorar o acionista controlador. Em relação às empresas controladas pelo governo local, verificou-se que há uma relação positiva entre a remuneração dos executivos¹⁷ e o valor da empresa. Tal resultado indica que as empresas estatais controladas pelo governo local empregam gestores profissionais, cuja remuneração está fortemente associada ao desempenho da empresa. Em contraste, nas empresas controladas pelo governo central os gestores são empregados devido a questões políticas (LEUNG; CHENG, 2013).

Mbo e Adjasi (2017) discorrem sobre os determinantes do desempenho em empresas de controle estatal, pautados pela teoria da agência, pela visão baseada em recursos e pela teoria dos *stakeholders*. Os autores utilizaram três medidas distintas de desempenho: lucratividade, produtividade e eficiência operacional.

¹⁶ De acordo com revisão de literatura realizada por Daiser, Ysa e Schmitt (2017), 52,6% dos estudos empíricos sobre governança corporativa em empresas de controle estatal referem-se a empresas chinesas, devido à grande quantidade de estatais na China e disponibilidade de dados detalhados nesse contexto.

¹⁷ A remuneração dos executivos é um importante mecanismo de governança corporativa, pois pode promover o alinhamento dos interesses de executivos e acionistas (SILVEIRA, 2010).

Os determinantes de desempenho testados foram representados pelas seguintes variáveis: liquidez, envolvimento do governo nas decisões de precificação, força do conselho de administração, a representação da diversidade de *stakeholders* no conselho, tamanho e idade da empresa.

Ao considerar o desempenho pela lucratividade, os resultados de Mbo e Adjasi (2017) apontam para correlação positiva com as variáveis de liquidez e força do conselho, e correlação negativa com a representação da diversidade de *stakeholders* no conselho e envolvimento do governo nas decisões de precificação. Em relação à eficiência, verifica-se que a liquidez é um determinante do bom desempenho, uma vez que permite manutenção adequada de infraestrutura, assim como a força do conselho, que institui disciplina de forma objetiva. Por outro lado, a representação da diversidade de *stakeholders* no conselho apresenta uma relação negativa com a eficiência, uma vez que tal representação em uma ECE significa uma ampla variedade de interesses conflitantes, reduzindo a homogeneidade no foco estratégico e na direção operacional da organização, conforme explicam os autores. Os autores também concluíram que a liquidez e a força do conselho exercem influência positiva na produtividade, enquanto a influência do governo na precificação apresentou uma relação negativa.

O estudo de Shawtari et al. (2017) investigou a relação entre características do conselho de administração e o desempenho de empresas de controle estatal da Malásia para o período de 2002 a 2011. Segundo os autores, melhorar a efetividade do conselho é primordial para qualquer negócio que busque alto desempenho, independentemente de seu tamanho ou localização. Os resultados, baseados no modelo de regressão estimado por MQO (Mínimos Quadrados Ordinários), indicam que o tamanho do conselho é negativamente relacionado ao desempenho, de modo que grandes conselhos prejudicam o desempenho das empresas, à medida que a comunicação e coordenação são dificultadas. Os resultados também evidenciam uma relação negativa entre a sobreposição de cargos do CEO e presidente do conselho de administração e o desempenho das empresas. Liu et al. (2015) também desenvolveram estudo sobre o conselho, e verificaram que seu nível de independência apresenta um efeito positivo no desempenho de empresas chinesas listadas, especialmente naquelas controladas pelo governo.

Khongmalai e Distanont (2017) analisaram a relação entre práticas de governança corporativa e o desempenho em 38 empresas de controle estatal da Tailândia. Os autores concluíram que o conselho de administração, por si só, não é capaz de levar as estatais estudadas a um desempenho positivo. Para serem efetivos, os conselhos devem forçar as organizações a desenvolverem sistemas efetivos de gestão estratégica, os quais incluem: auditoria interna, controles internos, gestão de risco, gestão estratégica de recursos humanos e tecnologia da informação. Os resultados do estudo indicam a auditoria interna como o sistema mais importante. Os autores ressaltam que para ser efetivamente implementada nas estatais, a governança corporativa deve considerar práticas nos níveis de operação dentro da organização, e não apenas focar nas práticas relativas ao conselho.

Uma análise comparativa entre práticas de governança corporativa – de ECEs e empresas privadas paquistanesas foi realizada por Bhat et al. (2018). Os autores investigaram o efeito de determinadas práticas de governança relativas ao conselho de administração – independência, tamanho e quantidade de reuniões – sobre o valor das empresas, mensurado pelo q de Tobin. Para as empresas de controle estatal, os autores verificaram que todas as práticas analisadas possuem relação positiva com o q de Tobin, embora apenas a independência dos conselheiros tenha apresentado relação significativa. Por outro lado, constatou-se que, para as empresas privadas, apenas a independência do conselho apresenta relação positiva, porém não significativa, com o q de Tobin. Os

autores explicam o resultado obtido considerando que os conselheiros independentes reduzem os conflitos de agência e protegem interesses dos acionistas, o que leva ao melhor desempenho das empresas.

O Quadro 3, na página 49, sumariza diversos estudos sobre relação entre governança corporativa (GC), valor de mercado e desempenho – com foco em empresas de controle estatal (ECEs) – evidenciando seus respectivos objetivos e conclusões. Na próxima seção, serão apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para verificar se existe relação significativa entre o nível de governança corporativa das sociedades de economia mista e variáveis de desempenho e valor. Nesse sentido, a fundamentação teórica apresentada oferece suporte à determinação do nível de governança corporativa das empresas analisadas e do modelo econométrico, bem como das limitações das pesquisas neste contexto.

Autores	Objetivo	Variáveis de Desempenho/ Valor	Amostra/ país/ período	Conclusão
Leung e Cheng (2013)	Examinar a influência dos mecanismos de GC no valor de empresas listadas controladas pelo governo central e local	q de Tobin	3423 observações empresa-ano China 2007-2009	Quanto maior o nível de concentração de propriedade entre o segundo e quinto maiores acionistas, maior o valor das empresas controladas pelo governo central.
Subramanian (2015)	Analisar a relação entre práticas GC de ECEs listadas com a propriedade institucional e desempenho	Retorno sobre vendas Retorno sobre ativo (ROA)	80 ECEs listadas Índia 2010-2012	Relação positiva entre GC e desempenho, e negativa entre GC e propriedade institucional
Khongmalai e Distanont (2017)	Examinar a relação entre práticas de GC e desempenho	Indicador do <i>Thai Rating Information Services</i> (TRIS) ⁽ⁱ⁾	38 ECEs Tailândia n/d ⁽ⁱⁱ⁾	Influência negativa do conselho de administração no desempenho. A composição do conselho dessas ECEs não é coesa e profissional e falta senso de responsabilidade.
Shawtari et al. (2017)	Investigar a relação entre características do conselho de administração e desempenho	EBIT ⁽ⁱⁱⁱ⁾	45-53 ECEs listadas Malásia 2002-2011	O tamanho do conselho de administração tem relação negativa com o desempenho. A dualidade de funções de CEO e presidente do conselho tem relação negativa com o desempenho.
Mbo e Adjasi (2017)	Examinar fatores que influenciam o desempenho de ECEs	Margem bruta de lucro	4 ECEs África subsaariana 1994-2013	Correlação positiva entre lucratividade e: liquidez; força do conselho ^(iv) Correlação negativa entre lucratividade e: diversidade de <i>stakeholders</i> no conselho; envolvimento do governo nas decisões de precificação.
Bhat et al. (2018)	Examinar como práticas de governança corporativa impactam o valor de empresas privadas e estatais	q de Tobin	76 empresas (9 ECEs) Paquistão 2010-2014	Tamanho, independência e número de reuniões do conselho de administração tem relação positiva com o valor das empresas de controle estatal.

Quadro 3. Síntese de estudos sobre a relação entre governança corporativa, desempenho e valor em ECEs

Notas: (i) organização independente que avalia o desempenho das ECEs em nome do Ministério das Finanças da Tailândia. Vários critérios são considerados para determinar o desempenho: plano de negócios, desempenho histórico, indicadores da indústria e condições do ambiente de negócios; (ii) informação não disponível, foi feita a aplicação de um questionário para as 38 ECEs; (iii) *earnings before interest and tax* (ou lucro antes de juros e imposto de renda); (iv) em termos de diversidade de competências;

3. METODOLOGIA

Nesta seção, serão apresentados os fundamentos dos procedimentos metodológicos, destacando a postura epistemológica do estudo, além das informações a respeito da amostra e dos procedimentos de coleta e análise dos dados.

3.1. Fundamentos dos procedimentos metodológicos

De acordo com Creswell (2014) a abordagem de pesquisa – seja ela quantitativa, qualitativa ou mista – envolve dois importantes componentes: as premissas filosóficas e os diferentes métodos ou procedimentos. Marconi e Lakatos (2003) destacam a importância dos métodos – atividades sistemáticas e racionais que possibilitam o alcance do objetivo – afirmando que não existe ciência sem empregá-los. Em relação às premissas filosóficas, Creswell (2014) afirma que elas devem estar explícitas na proposta de pesquisa, uma vez que se referem à orientação filosófica sobre o mundo e a natureza de pesquisa que o pesquisador incorpora ao estudo. Dessa forma, Creswell (2014) destaca quatro principais premissas filosóficas – ou paradigmas – que embasam a pesquisa: o pós-positivismo, o construtivismo, o transformativo e o pragmatismo¹⁸.

Considerando a utilização de uma abordagem quantitativa – a qual examina o relacionamento entre variáveis, analisadas através de procedimentos estatísticos (CRESWELL, 2014) – define-se a postura epistemológica adotada, no presente estudo, como pós-positivista. O pós-positivismo, segundo Creswell (2014), é pautado por uma filosofia determinística, de modo que os problemas estudados sob essa perspectiva identificam e avaliam as causas que influenciam determinados resultados. Ademais, Creswell (2014) ressalta o aspecto reducionista do pós-positivismo, no sentido em que as ideias são reduzidas a variáveis a serem testadas, as quais compreendem hipóteses e problemas de pesquisa. O objetivo proposto neste estudo - verificar se existe relação significativa entre o desempenho e valor de sociedades de economia mista e seu nível de governança corporativa – justifica a abordagem epistemológica pós-positivista. Isso se dá uma vez que o estudo verificará se o nível de governança corporativa influencia o desempenho e valor de mercado de empresas estatais listadas no Brasil.

Gil (2002) explica que as pesquisas podem ser classificadas de acordo com o seu objetivo geral. O presente estudo é classificado como descritivo, considerando que o objetivo principal desse tipo de pesquisa é a “[...] descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis” (GIL, 2002, p. 42). A pesquisa descritiva pode ser classificada em transversal ou longitudinal. No caso transversal, os dados são coletados e analisados em um determinado momento, de forma única. Já no estudo longitudinal, é possível rastrear as mudanças que ocorrem com a amostra ao longo do tempo, ao se analisar, repetidamente, as mesmas variáveis (MALHOTRA, 2011). Nesse sentido, este estudo é

¹⁸ Creswell (2014) aponta as principais características de cada premissa filosófica. O pós-positivismo é marcado por determinação, reducionismo, mensuração e observação empírica e verificação de teoria. O construtivismo é caracterizado por entendimento, múltiplos significados, construção social e histórica e geração de teoria. O transformativo possui características políticas, orientado à justiça, poder e mudanças e é colaborativo. Por fim, o pragmatismo envolve consequência de ações, é pluralista e centrado no problema, e orientado para a prática no mundo real.

classificado como longitudinal, uma vez que considera as variáveis relativas às empresas de controle estatal ao longo de um período específico.

Em relação ao método de procedimento – os quais envolvem etapas concretas da investigação, a fim de explicar os fenômenos de forma geral e menos abstrata, segundo Marconi e Lakatos (2003) – o estudo adota o método estatístico. Tal método compreende a redução de fenômenos a termos quantitativos e a manipulação estatística, que possibilita a comprovação de relações dos fenômenos entre si e a obtenção de generalizações (MARCONI; LAKATOS, 2003).

3.2. Caracterização da população e amostra

Inicialmente, o processo de amostragem deve considerar qual a população-alvo do estudo, a qual representa a coleção de elementos que possuem as informações que o estudo pretende obter (MALHOTRA, 2011). Para este estudo, define-se, como população alvo, as sociedades de economia mista brasileiras.

Conforme explicam Musacchio e Lazzarini (2015), é difícil medir a eficiência ou desempenho das empresas estatais, devido ao duplo objetivo de maximizar a variável social e a lucratividade. Dessa forma, optou-se por considerar apenas as sociedades de economia mista – listadas em bolsa – e não incluir na amostra as empresas públicas, devido à diferença de objetivos entre as mesmas. As sociedades de economia mista, além da premissa de promover políticas públicas, para maximizar o bem-estar da sociedade, também possuem como objetivo a maximização de valor para os acionistas. Nesse sentido, Bozec, Breton e Côté (2002) também expressam preocupação com o duplo objetivo das estatais ao dividirem sua amostra de empresas estatais canadenses em dois grupos: aquelas cujo principal objetivo era a maximização do lucro e as que não possuíam a maximização do lucro como objetivo principal.

A partir de uma amostragem não probabilística, a amostra desta pesquisa compreende 22 sociedades de economia mista, listadas na B3, durante o período de 2002 a 2017. Inicialmente, foram selecionadas as 31 sociedades de economia mista que estavam listadas na B3 durante todo o ano de 2017. Deste número, foram excluídas as empresas registradas na categoria B¹⁹ da CVM e as que apresentaram valor negativo na conta de patrimônio líquido, pois inviabilizaria o cálculo das variáveis ROA e ROE. A determinação do ano de 2002, para o início do período de análise, baseia-se na ampliação da discussão sobre governança corporativa com a primeira listagem no segmento especial do “Novo Mercado” e pela criação da Lei Sarbanes-Oxley, ambas em 2002.

Considerando a dimensão temporal e o corte transversal, o estudo apresenta dados em painel não balanceado, formado por 22 empresas por um período de 16 anos (2002-2017), totalizando 327 observações. Barros et al. (2010) explicam que é crescente a utilização de dados transversais e longitudinais nos estudos empíricos em finanças corporativas, formando painéis para observar N empresas ao longo de T períodos de tempo. No caso do presente estudo, tem-se um painel curto, pois o número de unidades de corte transversal ($N = 22$) é maior que o número de períodos de tempo ($T = 15$). Para Gujarati e Porter (2011, p. 588), os dados em

¹⁹ A instrução da CVM n. 480, de 7 dezembro de 2009, em seu artigo 2º, estabelece duas categorias de emissor de valores mobiliários: A e B. Na categoria A, o emissor está autorizado a negociar quaisquer valores mobiliários nos mercados regulamentados, enquanto na categoria B há a exceção para ações e títulos conversíveis em ações (BRASIL, 2009).

painel apresentam como vantagem “dados mais informativos, maior variabilidade, menos colinearidade entre variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência”.

Entretanto, verificou-se uma indisponibilidade, no Economática, das informações de valor de mercado para determinadas empresas, em certos anos, devido à ausência de negociação dos ativos. Sendo assim, o cálculo do q de Tobin foi inviabilizado em determinados anos, para algumas empresas. Ressalta-se também que algumas empresas tiveram suas ofertas públicas iniciais de ações (ou *Initial Public Offering* - IPO) em data posterior a 2002. Dessa forma, o estudo apresenta dados em painel não balanceado, pois há diferentes números de observações para cada unidade de corte transversal (GUJARATI; PORTER, 2011).

3.3. Definição das variáveis

Considerando que o objetivo proposto neste estudo é verificar se existe relação significativa entre o desempenho e valor, de sociedades de economia mista, e seu nível de governança corporativa, faz-se necessário estabelecer as variáveis para mensurar o nível de governança corporativa, o desempenho e o valor. Uma variável, segundo Creswell (2014) compreende uma característica ou atributo, que pode ser medido ou observado, em relação a um indivíduo ou organização, variando entre as pessoas ou organizações estudadas. As variáveis podem ser definidas em: independentes, dependentes e de controle.

As variáveis independentes influenciam, determinam ou afetam outra variável, de forma que representa um fator determinante, condição ou causa para um resultado, efeito ou consequência específica. Consideram-se como variáveis dependentes os fatores ou fenômenos a serem explicados ou descobertos por meio da influência da variável independente (MARCONI; LAKATOS, 2003). Segundo Creswell (2014), as variáveis de controle são um tipo específico de variável independente que, potencialmente, influenciam a variável dependente. Dessa forma, possuem um papel importante em estudos quantitativos, conforme ressalta o autor. No presente estudo, adota-se como variável independente o índice de governança corporativa (IGOV), e como variáveis dependentes: o retorno sobre ativo total (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e q de Tobin.

Índice de Governança Corporativa (IGOV)

Para determinar o nível de governança corporativa das empresas da amostra, foi utilizado, como base teórica, o índice de governança corporativa (IGOV) desenvolvido por Silveira (2004). Foram acrescidas ao IGOV questões específicas para o contexto das estatais e questões relativas aos demais órgãos de governança corporativa, resultando nas questões apresentadas no Quadro 4.

Acesso às Informações	
1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?
2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos à governança corporativa?
3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
4	O <i>website</i> é bilíngue?
5	O <i>website</i> possui uma seção de relações com investidores?
Conteúdo das Informações Públicas	
6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de governança corporativa?
7	O RA explica a remuneração global dos executivos?
8	Os demonstrativos são apresentados em padrão internacional? (IFRS, US-GAAP ou IAS-GAAP?)
9	O RA ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?
10	O RA ou algum outro documento apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio, no período, com base em alguma medida de lucro econômico?
Estrutura do Conselho de Administração	
11	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho de Administração são ocupados por pessoas diferentes?
12	A empresa possui um Conselho de Administração com 5 a 11 membros? ¹
13	Mais do que 80% do Conselho de Administração é composto por conselheiros externos?
14	O estatuto social prevê formalmente a participação de membros independentes no conselho de administração?
15	O estatuto social estabelece reserva explícita de vagas no conselho para ocupantes de cargos específicos da administração pública direta do ente federativo do controlador?
16	O Conselho de Administração possui mandato unificado de até 2 anos?
17	A empresa apresenta mecanismos de avaliação de desempenho do conselho de administração?
Estrutura de Propriedade e Controle	
18	A empresa emite apenas ações ordinárias?
19	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?
20	O controlador possui menos que 70% do total de ações ordinárias?
21	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?
Demais Órgãos de Governança Corporativa	
22	A empresa possui conselho fiscal permanente?
23	A empresa possui comitê de auditoria estatutário e auditoria interna?
24	A empresa possui outros comitês de assessoramento?
25	A empresa conta com código de ética, conduta ou integridade?

Quadro 4. Questões do Índice de governança corporativa (IGOV)

Fonte: adaptado de Silveira (2004).

O IGOV proposto por Silveira (2004) possui vinte perguntas binárias e objetivas, cujas respostas são obtidas a partir de dados secundários. Para cada resposta positiva, atribui-se 1 ponto ao índice, de forma que as empresas apresentem um nível de governança corporativa de 0 a 20. Para adaptar o índice ao contexto das empresas estatais, foram excluídas e acrescentadas determinadas questões, de forma que o índice passa a conter 25 perguntas. Portanto, o nível de governança corporativa das empresas poderá variar de 0 a 25. As questões eliminadas do IGOV (SILVEIRA, 2004), por não se aplicarem ao contexto da presente pesquisa, são:

“5) Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa”

“15) A empresa possui acordo de acionistas?”

“19) O excesso (DIF) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?”

Ressalta-se que a questão 12 foi adaptada para englobar conselhos com 5 a 11 membros em concordância com a versão atual do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2015). Considerando que o presente estudo verifica as relações entre governança corporativa, desempenho e valor de empresas de controle estatal, foram acrescentadas ao IGOV (SILVEIRA, 2004) algumas questões, apresentadas no Quadro 5.

Questões	Base Teórica
14) O estatuto social prevê formalmente a participação de membros independentes no conselho de administração?	IBGC (2017b); (B3, 2017); SEST (2018c)
15) O estatuto social estabelece reserva explícita de vagas no conselho para ocupantes de cargos específicos da administração pública direta do ente federativo do controlador?	IBGC (2017b); (B3, 2017); SEST (2018c)
17) A empresa apresenta mecanismos de avaliação de desempenho do conselho de administração?	Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017); IBGC (2015)
22) A empresa possui conselho fiscal permanente?	Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017)
23) A empresa possui comitê de auditoria estatutário e auditoria interna?	Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017); (B3, 2017); IBGC (2015)
24) A empresa possui outros comitês de assessoramento?	Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017); IBGC (2017); SEST (2018c)
25) A empresa conta com código de ética, conduta ou integridade?	Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017); IBGC (2017b, Id., 2015); SEST (2018c)

Quadro 5. Questões adicionadas ao IGOV

Fonte: elaborado pela autora

As perguntas que compõem o IGOV consideram quatro importantes dimensões de governança corporativa: (i) acesso às informações; (ii) conteúdo das informações públicas; (iii) estrutura do conselho de administração; (iv) estrutura de propriedade e controle e (v) demais órgãos de governança corporativa. Segundo Silveira (2004), o IGOV foi construído com base nas recomendações dos códigos de melhores práticas de governança corporativa do IBGC e da CVM. No caso da pergunta 15, não será atribuído um ponto para as empresas cujo estatuto social faça esse tipo de reserva de vagas, uma vez que representa interferência política, a qual pode prejudicar a independência do conselho, comprometendo a qualidade da governança corporativa (IBGC, 2017b). Verifica-se a utilização do IGOV, proposto por Silveira (2004), em estudos como os de Silveira, Barros e Famá (2005), Maranhão, Fonseca e Frega (2016) e Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017).

Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre o ativo (ROA)

Em relação ao desempenho empresarial, Silveira (2010) afirma que não existe um consenso sobre como medi-lo e como é influenciado pelos mecanismos de governança corporativa, já que diversos fatores podem afetar o desempenho de uma empresa. Entretanto, diversos estudos utilizam o retorno sobre o ativo total (ROA) e Retorno do Patrimônio Líquido (ROE) como medida de desempenho, conforme resumizam Fernandez, Alonso e Rodriguez (2014). O presente estudo adota os indicadores ROA e ROE como variáveis de desempenho

das empresas componentes da amostra, em concordância com os estudos sobre governança corporativa apontados, adiante, no Quadro 6, na página 59.

O ROA é calculado pela divisão do lucro líquido pelo ativo total, enquanto o ROE é calculado por meio da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido, de acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2013). Gitman (2004) complementa ao explicar que o ROA mede a eficácia da administração da empresa em relação à geração de lucros a partir dos ativos, e que o ROE mede o retorno obtido no investimento do capital da empresa. Ademais, é importante ressaltar que o ROA e ROE são indicadores contábeis de rentabilidade, de forma que sua denominação mais apropriada seria “retorno sobre o valor contábil dos ativos” e “retorno sobre o valor contábil do patrimônio líquido” (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2013).

Q de Tobin

Para o cálculo do valor das empresas, será utilizado o indicador *q* de Tobin, que vem sendo utilizado com bastante frequência em estudos empíricos sobre governança corporativa e demais áreas de finanças. Exemplos de sua utilização podem ser identificados no Quadro 6.

Famá e Barros (2000) discutem aspectos conceituais e metodológicos sobre a utilização do *q* de Tobin em estudos na área de finanças, e explicam que, em diversas aplicações, o *q* de Tobin é utilizado como *proxy* para o valor das empresas. Em diversos testes empíricos, o *q* de Tobin apresenta-se como variável dependente em estudos que buscam estabelecer relações entre o valor da empresa e aspectos como: estrutura de propriedade, estrutura de capital, fusões e aquisições e oportunidades de crescimento (FAMÁ; BARROS, 2000).

O *q* de Tobin é definido como a soma entre valor de mercado das ações e o valor de mercado das dívidas, dividida pelo valor de reposição dos ativos (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004). Conforme discutido por Famá e Barros (2000), o *q* pode ser dividido em: *q* marginal e *q* médio. O *q* marginal é um bom indicador para tomada de decisão de novos investimentos, pois, um $q > 1$ indica, nesse caso, um valor de mercado superior ao custo de reposição de um investimento incremental. Já o *q* médio considera o valor de mercado do capital existente para o cálculo da variável (FAMÁ; BARROS, 2000). Assaf Neto (2010) complementa ao explicar que um *q* de Tobin < 1 significa que a empresa não realizou uma gestão apropriada para satisfazer o custo de oportunidade do capital investido, de modo que o indicador apresenta uma destruição de valor. De modo contrário, completa o autor, se o *q* for maior que 1, revela-se a criação de riqueza para os acionistas, pois a empresa apresenta um valor de mercado maior que o preço de reposição de seus ativos.

Embora seja amplamente difundido em estudos empíricos de finanças corporativas, o cálculo do *q* de Tobin pode ser bastante difícil na prática. Isso ocorre porque o valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos não são, em geral, dados diretamente observáveis, conforme ressaltam Silveira, Barros e Famá (2004). Sendo assim, observa-se, na literatura, a utilização de uma aproximação simplificada do *q* de Tobin, proposta por Chung e Pruitt (1994), na qual calcula-se da seguinte maneira:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMAO + VMAP + DEBT}{AT}$$

Dessa forma, VMAO indica o valor de mercado das ações ordinárias; VMAP indica o valor de mercado das ações preferenciais; DEBT é o valor contábil da dívida total, expressa por passivo circulante menos o ativo circulante somado ao estoque e dívida de longo prazo ($DEBT = PC - AC + E + DLP$); e AT é o valor contábil do ativo total (CHUNG; PRUITT, 1994; CAIXE; KRAUTER, 2014; SONZA; KLOECKNER, 2014). Verifica-se o uso de tal aproximação em diversos estudos sobre governança corporativa: Silva e Leal (2005), Silveira, Barros e Famá (2004; 2005), Lameira, Ness Junior e Soares (2007), Gondrige, Clemente e Espejo (2012), Caixe e Krauter (2014), Catapan e Colauto (2014), Sonza e Kloeckner (2014) e Vilhena e Camargos (2015).

Variáveis de controle

Variáveis de controle também foram selecionadas pela possível influência sobre as variáveis dependentes, em concordância com a literatura. Tais variáveis são: grau de endividamento (ENDIV), tamanho da empresa (TAM), emissão de *American Depositary Receipts* (ADR) e índice de liquidez das ações (LIQ).

Silva e Leal (2005) explicam que a adição de variáveis que não estão contidas no índice de governança corporativa é importante para obter um panorama integrado do estudo, pois as mesmas podem influenciar as variáveis dependentes. Em adição, Barros et al. (2010) afirmam que a inclusão de variáveis de controle nos modelos de regressão tem sido bastante utilizada como forma de mitigar possíveis casos de endogeneidade em pesquisas de finanças corporativas.

O grau de endividamento geral de uma empresa é definido como exigível total sobre o ativo total, de modo que indica a proporção em que os ativos totais são financiados por capital de terceiros. Quanto maior for o nível de capital de terceiros empregado, maior será a alavancagem financeira da empresa e maior será a proporção de risco e retorno, dada a maior utilização de financiamento a custos fixos, podendo afetar o valor da empresa (GITMAN, 2004).

A relação entre alavancagem e desempenho das empresas apresenta algumas divergências na literatura, de modo que alguns estudos apresentam uma relação negativa, enquanto outros apresentam relação positiva ou não significativa (IBHAGUI; OLOKOYO, 2018). As relações positivas encontradas baseiam-se nos estudos de Modigliani e Miller (1958, Id., 1963) que apontam para uma correlação positiva entre alavancagem e retorno das ações, além do fato de o financiamento por meio de capital de terceiros oferecer a vantagem do benefício fiscal²⁰. Por outro lado, Fama e French (1998) afirmam que altos níveis de alavancagem podem desenvolver problemas de agência, o que prevê uma relação negativa entre alavancagem e lucratividade. No entanto, Ibhagui e Olokoyo (2018) complementam a discussão da relação entre alavancagem e desempenho empresarial ao concluírem que o tamanho da empresa exerce uma influência nessa relação, de modo que há um nível específico de tamanho da empresa onde a alavancagem não impacta negativamente no desempenho.

Considerando a relação entre endividamento e governança corporativa, Silveira, Perobelli e Barros (2008) afirmam que as empresas que apresentam maior endividamento podem procurar obter maior nível de governança corporativa, devido à imposição de credores, ou para conseguir captar mais recursos. Entretanto, os

²⁰ O benefício fiscal “[...] permite que os pagamentos de juros sejam deduzidos como despesa no cálculo do lucro tributável.” (GITMAN, 2004, p. 447).

autores ressaltam que, em caso de endividamento, a empresa pode estar sob restrições para implementar mecanismos adicionais e, provavelmente, custosos de governança corporativa.

O tamanho da empresa também é uma característica amplamente considerada nos resultados empíricos de estudos em finanças corporativas, sendo o logaritmo do ativo total uma das métricas mais utilizadas nas pesquisas. A variável de tamanho da empresa é uma das que possuem efeito mais significativo em estudos da área financeira, de modo que as variáveis dependentes desses estudos sofrem efeitos críticos através de diferenças sutis na variável de tamanho. Além disso, as medidas de tamanho da empresa são adequadas variáveis de controle para reduzir o viés das variáveis omitidas, de modo que os coeficientes estimados com mais precisão (DANG; LI; YANG, 2018).

No presente estudo, utiliza-se o logaritmo neperiano do valor contábil do ativo total como variável de controle do tamanho da empresa. Ao aumentar o tamanho da empresa, aumenta também a capacidade de obter financiamento por capital de terceiros, o que permite às empresas maior capacidade de investimento em novos projetos e, como resultado, podem obter melhor desempenho (VITHESSONTHI; TONGURAI, 2015). Conforme apontam Vilhena e Camargos (2015), as empresas de maior tamanho tendem a apresentar níveis mais elevados de governança corporativa e maior desempenho. No entanto, empresas maiores podem apresentar maiores problemas de agência e de monitoramento (KLAPPER; LOVE, 2004).

A emissão de ADR será considerada por meio de uma variável binária, que assume valor 1, caso a empresa emita ADR, e valor 0, caso contrário. As empresas devem se adequar a maiores exigências em relação às práticas de governança corporativa para realizar a emissão de ADR. Sendo assim, tais empresas devem apresentar, em média, nível mais elevado de governança corporativa e um nível mais elevado de gestão, considerando aspectos financeiros, de relação com investidores e de atendimento às regulamentações (SILVEIRA, 2004; LAMEIRA; NESS JUNIOR; SOARES, 2007). Sendo assim, o sinal esperado do coeficiente da variável *ADR* é positivo.

A liquidez de um ativo considera a facilidade para negociá-lo sem prejuízo de valor, fazendo com que os investidores se tornem mais dispostos a pagar valores mais altos por ativos com liquidez elevada (CORREIA; AMARAL; BRESSAN, 2008). Nesse sentido, Lameira, Ness Junior e Soares (2007) afirmam que o percentual de ações em circulação aumenta quando há maior liquidez dos papéis, acarretando maior valor de mercado dos ativos e do *q* de Tobin. Espera-se obter um coeficiente positivo para a variável *LIQ*. O índice de liquidez em bolsa é calculado pelo Economática®, da seguinte forma:

$$LIQ = 100 * \left(\frac{p}{P}\right) * \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) * \left(\frac{v}{V}\right)}$$

Em que: *LIQ* - índice de liquidez da ação; *p* - número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação no período; *P* - número total de dias do período; *n* - número de negócios com a ação no período; *N* - número de negócios com todas as ações no período; *v* - volume em dinheiro negociado com a ação no período; *V* - volume em dinheiro negociado com todas as ações no período (CAIXE; KRAUTER, 2013; SILVEIRA, 2004).

O resumo das variáveis utilizadas, bem como os estudos precedentes em governança corporativa que também as utilizaram, é apresentado no Quadro 6.

Variável	Perspectiva teórica	Definição operacional	Estudos precedentes
IGOV: Índice de governança corporativa	Mensura a qualidade das práticas de governança corporativa (SILVEIRA, 2004).	Índice composto por 25 perguntas binárias e objetivas.	Silveira (2004), Silveira, Barros e Famá (2005), Maranhão, Fonseca e Frega (2016), Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017).
ROA: Retorno sobre o ativo	Mede a eficácia da administração da empresa em relação à geração de lucros a partir dos ativos (GITMAN, 2004).	$\frac{\text{lucro líquido}}{\text{ativo total}}$	Silva e Leal (2005), Goldeng, Grünfeld e Benito (2008), Melo et al. (2013), Fernandez, Alonso e Rodriguez (2014), Catapan e Colauto (2014), Ding et al. (2014), Vilhena e Camargos (2015), Subramanian (2015), Liu et al. (2015), Rose (2016), Lazzarini e Musacchio (2018)
ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido	Mede o retorno obtido no investimento de capital próprio (GITMAN, 2004).	$\frac{\text{lucro líquido}}{\text{patrimônio líquido}}$	Melo et al. (2013), Fernandez, Alonso e Rodriguez (2014), Catapan e Colauto (2014), Vilhena e Camargos (2015), Liu et al. (2015), Rose (2016).
QT: q de Tobin	q de Tobin. Soma entre valor de mercado das ações e o valor de mercado das dívidas, dividida pelo valor de reposição dos ativos (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004).	$\frac{VMAO + VMAP + DEBT}{Ativo Total} (i)$	Silveira, Barros e Famá (2004), Silva e Leal (2005), Lameira, Ness Junior e Soares (2007), Gondrige, Clemente e Espejo (2012), Leung e Cheng (2013), Caixe e Krauter (2014), Catapan e Colauto (2014), Sonza e Kloeckner (2014), Vilhena e Camargos (2015), Ararat, Black e Yurtoglu (2017).
Variáveis de Controle			
ENDIV Grau de endividamento	Indica a proporção em que os ativos totais são financiados por capital de terceiros. Quanto maior o nível de capital de terceiros empregado, maior é a alavancagem financeira da empresa. Dessa forma, a alavancagem financeira impacta no risco e retorno da empresa, afetando seu valor. Por outro lado, o financiamento com capital de terceiros gera o benefício fiscal, referente à dedução de juros do lucro tributável (GITMAN, 2004).	$\frac{\text{exigível total}}{\text{ativo total}} (ii)$	Silva e Leal (2005), Ding et al. (2014), Sonza e Kloeckner (2014), Vilhena e Camargos (2015), Liu et al. (2015), Shawtari et al. (2017), Lazzarini e Musacchio (2018)

Variável	Perspectiva teórica	Definição operacional	Estudos precedentes
TAM: Tamanho da empresa.	A variável de tamanho da empresa é uma das que possuem efeito mais significativo em estudos da área financeira, de modo que as variáveis dependentes desses estudos sofrem efeitos críticos através de diferenças sutis na variável de tamanho da empresa (DANG; LI; YANG, 2018).	Logaritmo neperiano do valor contábil do ativo total.	Silva e Leal (2005), Ding et al. (2014), Sonza e Kloeckner (2014), Vilhena e Camargos (2015), Liu et al. (2015), Cunha (2016), Shawtari et al. (2017), Lazzarini e Musacchio (2018)
ADR: Emissão de ADR	As empresas devem se adequar a maiores exigências em relação às práticas de governança corporativa para realizar a emissão de ADR. Portanto, tais empresas devem apresentar, em média, nível mais elevado de governança corporativa e um nível mais elevado de gestão (LAMEIRA; NESS JUNIOR; SOARES, 2007).	Variável binária. Assume valor igual a 1, caso a empresa emita ADR; e igual a 0, caso contrário.	Silveira (2004), Klapper e Love (2004), Lameira, Ness Junior e Soares (2007), Vilhena e Camargos (2015)
LIQ: Liquidez em bolsa	A maior liquidez em bolsa leva ao aumento de circulação de ações e da base acionária. Dessa forma, espera-se maior aumento do valor de mercado da ação e, conseqüentemente, do q de Tobin. (LAMEIRA; NESS JUNIOR; SOARES, 2007)	Liquidez anual em bolsa, calculado pelo Economática®: $100 * \left(\frac{p}{P}\right) * \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) * \left(\frac{v}{V}\right)}$	Silveira (2004), Silveira, Barros e Famá (2005), Lameira, Ness Junior e Soares (2007), Caixe e Krauter (2013)
ANO: <i>dummies</i> anuais	A importância de se incluir variáveis <i>dummies</i> de tempo reside no fato de que regressões com dados em painel, com variáveis corporativas, são influenciadas por choque macroeconômicos (BARROS, et al. 2010).	Variáveis binárias em ordem cronológica	Silva e Leal (2005), Caixe e Krauter (2014), Ararat, Black e Yurtoglu (2017).

Quadro 6. Resumo das variáveisNotas: (i) aproximação do q de Tobin proposta por Chung e Pruitt (1994);

Fonte: elaborado pela autora.

3.4. Coleta de dados

Marconi e Lakatos (2003, p. 166) explicam que “são vários os procedimentos para a realização da coleta de dados, que variam de acordo com as circunstâncias ou com o tipo de investigação”. Neste caso, foram coletados dados secundários, das sociedades de economia mista, relativos ao período de 2002 a 2017 para a construção do índice de governança corporativa (IGOV) e das demais variáveis que compõem o modelo de regressão.

Em relação ao IGOV, foram coletados dados a partir das informações periódicas e obrigatórias submetidas pelas empresas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), especificamente: os Formulários de Referência (FR), para o período de 2009 a 2017, e Informativos Anuais (IAN), para o período de 2002 a 2008²¹. Para compor cada questão do IGOV, foram consultados determinados itens padronizados do FR e do IAN. Adicionalmente, foram consultados relatórios anuais²² divulgados pelas empresas, bem como estatutos sociais e demonstrações financeiras padronizadas (DFP), disponibilizados pela CVM em seu sistema de consulta a empresas, no seu *website*. A fonte de coleta dos dados para compor cada questão do índice de governança corporativa encontra-se no Quadro 7, na página 63.

Especificamente no caso das questões sobre o acesso às informações através dos *websites* (questões 1 a 5 do IGOV), foi necessário consultar diretamente as empresas para obter o ano em que tais informações passaram a ser disponibilizadas em seus *websites*. Dessa forma, foram realizados pedidos *online* de acesso à informação, com base na Lei Nº 12.527, de 18 de novembro de 2011 (BRASIL, 2011), nos quais se registraram as seguintes questões:

1. Desde que ano o relatório anual/formulário de referência passou a ser disponibilizado pela [nome da empresa] em seu website?
2. Desde que ano o website da [nome da empresa] apresenta documentos relativos à governança corporativa (ex: modelo de governança, boas práticas da empresa, regimento interno do conselho de administração, entre outros)?
3. Desde que ano o website da [nome da empresa] dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa por analistas?
4. Caso o website da [nome da empresa] seja bilíngue, desde que ano está disponível em outro idioma?
5. Desde que ano o website da [nome da empresa] apresenta seção de relações com investidores?

Ressalta-se que o Formulário de Referência apresenta maior detalhamento das informações a serem prestadas pelas empresas, em comparação com o IAN. Em relação à divulgação de projeções empresariais

²¹ A instrução da CVM n. 480, de 7 dezembro de 2009, normatizou a utilização obrigatória do Formulário de Referência para os emissores, em substituição aos Informativos Anuais (BRASIL, 2009).

²² Por “relatórios anuais” compreendem-se as principais nomenclaturas que tais documentos possam apresentar: relatório da administração, relatório de gestão e relatório de sustentabilidade.

(compreendida pela questão 9 do IGOV) , a instrução nº 202 de 6 de dezembro de 1993 da CVM (BRASIL, 1993) estabelece seu caráter facultativo, de modo que grande parte das empresas analisadas não apresentou tal informação. No caso do item 20.01 do IAN - “Informações sobre governança corporativa”, seu preenchimento apresenta-se como obrigatório somente a partir do Ofício-Circular CVM/SEP nº 04 de 28 de dezembro de 2006 (BRASIL, 2006).

Dessa forma, durante a coleta dos dados, verificou-se que não era comum a apresentação de informações adicionais referentes à governança corporativa (Item 20 - IAN), especialmente durante os anos de 2002 a 2004. Tal situação evidencia a baixa aderência de alguma empresas – no referido período – à transparência na divulgação ao mercado das práticas de governança corporativa adotadas, principalmente de: remuneração de executivos; mecanismos de avaliação do conselho de administração; existência de comitês de assessoramento e de códigos de conduta. Diante de tal situação, foram realizados novos pedidos de acesso à informação para as empresas cujas informações adicionais sobre governança corporativa não foram enviadas à CVM em seus IANs, para confirmar se havia aderência às práticas de governança referidas anteriormente, que são compreendidas pelo IGOV.

Questão		Fonte dos dados	
Acesso às Informações		Formulário de Referência 2017-2009	Informações Anuais (IAN) 2008-2002
1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?	Sistemas de Acesso à Informação	Sistemas de Acesso à Informação
2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos à governança corporativa?	Sistemas de Acesso à Informação	Sistemas de Acesso à Informação
3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?	Sistemas de Acesso à Informação	Sistemas de Acesso à Informação
4	O <i>website</i> é bilíngue?	Sistemas de Acesso à Informação	Sistemas de Acesso à Informação
5	O <i>website</i> possui uma seção de relações com investidores?	Sistemas de Acesso à Informação	Sistemas de Acesso à Informação
Conteúdo das Informações Públicas			
6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de governança corporativa?	Relatórios Anuais ¹	Relatórios Anuais
7	O RA explica a remuneração global dos executivos?	Item 13 - FR	Relatórios Anuais Grupo 20 - IAN
8	Os demonstrativos são apresentados em padrão internacional? (IFRS, US-GAAP ou IAS-GAAP)? ²	Item 2.1 - FR	Notas Explicativas das DFP Relatórios Anuais
9	O RA ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?	Item 11.1 - FR	Grupo 14 – IAN
10	O RA ou algum outro documento apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio, no período, com base em alguma medida de lucro econômico?	Relatórios Anuais	Relatórios Anuais
Estrutura do Conselho de Administração			
11	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho de Administração são ocupados por pessoas diferentes?	Item 12.5/6 - FR	Grupo 02 - IAN
12	A empresa possui um Conselho de Administração com 5 a 11 membros?	Item 12.5/6 - FR	Grupo 02 - IAN
13	Mais do que 80% do Conselho de Administração é composto por conselheiros externos?	Item 12.5/6 - FR	Grupo 02 - IAN
14	O estatuto social prevê formalmente a participação de membros independentes no conselho de administração?	Estatuto Social enviado à CVM	Grupo 18 - IAN
15	O estatuto social estabelece reserva explícita de vagas no conselho para ocupantes de cargos específicos da administração pública direta do ente federativo do controlador?	Estatuto Social enviado à CVM	Grupo 18 - IAN
16	O Conselho de Administração possui mandato unificado de até 2 anos?	Item 12.5/6 - FR	Grupo 02 - IAN

Questão		Fonte dos dados	
Acesso às Informações		Formulário de Referência 2017-2009	Informações Anuais (IAN) 2008-2002
17	A empresa apresenta mecanismos de avaliação de desempenho do conselho de administração?	Item 12.1 - FR Sistemas de Acesso à Informação	Item 12.1 - FR Grupo 20 - IAN
Estrutura de Propriedade e Controle			
18	A empresa emite apenas ações ordinárias?	Item 15.1/2 - FR	Grupo 03 - IAN
19	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?	Item 15.1/2 - FR	Grupo 03 - IAN
20	O controlador possui menos que 70% do total de ações ordinárias?	Item 15.1/2 - FR	Grupo 03 - IAN
21	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?	Item 18.1 - FR	Grupo 06.03 - IAN
Demais Órgãos de Governança Corporativa			
22	A empresa possui conselho fiscal permanente?	Item 12.1 - FR Estatuto Social enviado à CVM	Estatuto Social enviado à CVM
23	A empresa possui comitê de auditoria estatutário e auditoria interna?	Item 12.1 - FR Estatuto Social enviado à CVM	Estatuto Social enviado à CVM
24	A empresa possui outros comitês de assessoramento (ex: remuneração, nomeação, finanças, pessoas, riscos, sustentabilidade?)	Item 12.1 “b” - FR Item 12.7/8 - FR Sistemas de Acesso à Informação	Item 12.1 “b” - FR Estatuto Social enviado à CVM Relatórios Anuais
25	A empresa possui e divulga código de conduta ou integridade?	Relatórios Anuais Sistemas de Acesso à Informação	Relatórios Anuais

Quadro 7. Fonte de coleta dos dados do IGOV

Notas: ¹ Por “relatórios anuais” compreendem-se as principais nomenclaturas que tais documentos possam apresentar: relatório da administração, relatório de gestão e relatório de sustentabilidade. ² A partir do exercício de 2010, todas as demonstrações financeiras padronizadas das empresas de capital aberto devem ser apresentadas de acordo com padrão contábil internacional, de acordo com a instrução CVM n° 457, de 13 de julho de 2007. Portanto, todas as empresas pontuaram nesta questão a partir de 2010.

Fonte: fonte dos dados elaborada pela autora; IGOV com base em Silveira (2004).

Em relação às variáveis de desempenho (ROA e ROE), valor (q de Tobin), e as variáveis de controle (endividamento, tamanho da empresa, emissão de ADR e liquidez das ações), foram coletados os dados necessários através da base de dados Economatica®. Foram coletadas informações trimestrais dos indicadores financeiros e das informações contábeis, além das informações mensais do valor de mercado das empresas, e dados anuais de liquidez em bolsa. A partir desses dados, foram obtidas as médias anuais para cada variável. O Quadro 8 detalha os indicadores, obtidos no Economatica®, utilizados para compor tais variáveis.

Variável	Dados do Economatica® utilizados
Retorno sobre o Ativo (ROA)	ROA Rentabilidade do Ativo
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	ROE Retorno sobre o patrimônio (pat médio)
q de Tobin	Valor de Mercado, Ativo Total, Ativo Circulante, Estoques, Passivo Circulante e Passivo Não Circulante/Exigível a Longo Prazo
Endividamento	Exigível Total / Ativo Total
Tamanho da empresa	Ativo Total
Emissão de ADR	Séries históricas de cotação
Liquidez das ações	Liquidez em bolsa

Quadro 8. Dados utilizados para compor as variáveis

Fonte: elaborado pela autora.

3.5. Limitações das pesquisas em governança corporativa

É importante ressaltar que os estudos empíricos em governança corporativa deparam-se com alguns problemas econométricos que devem ser considerados pelos pesquisadores, para garantir a interpretação adequada dos resultados (SILVEIRA, 2004). Existem quatro categorias de problemas econométricos em grande parte dos estudos empíricos sobre governança corporativa, segundo Börsch-Supan e Köke (2002): (i) causalidade reversa (ou endogeneidade); (ii) seletividade da amostra; (iii) variáveis ausentes; e (iv) erro de mensuração das variáveis. De acordo com tais autores, a questão da endogeneidade é o principal problema dos estudos empíricos nesta área. Para Wintoki, Linck e Netter (2012), uma fonte de endogeneidade, geralmente ignorada pelos estudos, encontra-se na possibilidade de que as variáveis atuais de governança corporativa sejam uma função do desempenho passado da empresa.

Considerando a causalidade reversa, Silveira (2004) afirma que é recorrente o uso de modelos econométricos que utilizam variáveis de governança corporativa como variáveis independentes. Porém, tais modelos pressupõem, implicitamente, que a governança corporativa é uma variável exógena, quando existe a possibilidade de ser uma variável endógena, uma vez que a direção da relação de causalidade com o desempenho é incerta. Por exemplo, uma estrutura de propriedade concentrada pode melhorar o desempenho de uma empresa, por meio de monitoramento mais adequado, mas as empresas com bom desempenho também podem atrair investidores, modificando sua estrutura de propriedade. Outra situação que pode ocorrer é quando uma estrutura específica do conselho de administração pode causar um desempenho insatisfatório, mas um desempenho ruim também pode gerar uma alteração na estrutura do conselho. Tais exemplos constituem-se como um problema de causalidade reversa estrutural (BÖRSCH-SUPAN; KÖKE, 2002; SILVEIRA, 2004).

A causalidade reversa também apresenta, de acordo com Silveira (2004), o problema da correlação espúria: caso em que uma variável relevante e não observável afeta, simultaneamente, as variáveis de

governança corporativa e as de desempenho. Para mitigar o efeito da causalidade reversa, sugere-se o uso de dados em painel, por meio do procedimento de efeitos fixos (BÖRSCH-SUPAN; KÖKE, 2002; SILVEIRA, 2004).

Barros et al. (2010) ilustram o problema das variáveis omitidas que influenciam, simultaneamente, a variável dependente e a independente. Considerando o seguinte modelo linear simples: $y_i = \beta_0 + \beta_1 x_i + \varepsilon_i$, o problema surge, segundo os autores, quando há uma variável w que influencia, simultaneamente, as variáveis y e x . Nesse caso, se a variável w não é incluída na equação, ela será incorporada ao termo de erro (ε), o que induz a alguma correlação entre a variável x e o termo de erro, gerando um viés no estimador β_1 . Uma possível forma padrão de mitigar este problema, seria através da introdução de w na equação como uma variável de controle. Porém, essa solução depende da possibilidade de tal variável ser mensurável e da disponibilidade de informações fidedignas, o que nem sempre é possível nos estudos em finanças corporativas (BARROS et al., 2010).

Em relação à seletividade da amostra, Börsch-Supan e Köke (2002) afirmam que o foco da maioria dos estudos empíricos sobre governança corporativa está nas grandes empresas, entre elas, as empresas listadas. É comum que as empresas listadas sejam consideradas com maior frequência devido à disponibilidade de dados que oferecem, conforme explica Silveira (2004). No entanto, é provável que tais empresas já sejam aquelas com maior rentabilidade, o que configuraria um viés ao selecionar a amostra para estudos que investigam a relação com o desempenho, conforme explicam Börsch-Supan e Köke (2002). Por outro lado, é possível justificar a utilização de empresas listadas em bolsa, através do argumento de que a real separação entre propriedade e controle – premissa para a existência dos problemas de agência e governança corporativa (JENSEN; MECKLING, 1976) – ocorre apenas nessas empresas (SILVEIRA, 2004).

Börsch-Supan e Köke (2002) exemplificam uma forma de seletividade da amostra através da saída de uma empresa do mercado. É comum que os pesquisadores eliminem da amostra as empresas cujas informações não estão completas para todo o período da amostra – devido à falência, por exemplo – a fim de obter um painel balanceado. Entretanto, manter na amostra apenas as empresas sobreviventes, configura uma amostra composta apenas por empresas com os melhores desempenhos, de forma que os painéis balanceados tornam-se, provavelmente, enviesados (BÖRSCH-SUPAN; KÖKE, 2002). Nesse sentido, Silveira (2004) afirma que a utilização de dados em painel, através do procedimento de efeitos fixos, pode mitigar o problema de seletividade da amostra. Isso se dá porque a utilização de um painel não balanceado não exige a disponibilidade de informações de determinada empresa para todo o período analisado no estudo, segundo o autor.

Outra limitação da pesquisa ocorre quando não se consideram, no modelo econométrico do estudo, algumas variáveis independentes, de forma que as mesmas ficam omitidas. A omissão de tais variáveis pode ocorrer de duas formas: pela indisponibilidade de dados sobre variáveis importantes para a governança corporativa e pelo desconhecimento da função que explica a relação entre as variáveis (BÖRSCH-SUPAN; KÖKE, 2002). Como forma de diminuir o efeito das variáveis ausentes no presente estudo, são consideradas algumas variáveis de controle, identificadas na literatura, em concordância com Silveira (2004) e Caixe e Krauter (2013). Ademais, utiliza-se, como variável explanatória, o índice de governança corporativa (IGOV) como forma de considerar importantes mecanismos de governança corporativa identificados na literatura.

Por fim, há o problema do erro na mensuração das variáveis endógenas e exógenas. Nesse caso, a mensuração errônea da variável endógena não causa coeficientes estimados enviesados, porque o termo de erro do modelo captura essa variação, mas os resultados estimados podem ter menor significância estatística. Já o

erro de mensuração nas variáveis exógenas leva a coeficientes estimados enviesados. Para minimizar o problema de erro de mensuração, é importante utilizar diferentes medidas de desempenho das empresas (BÖRSCH-SUPAN; KÖKE, 2002; SILVEIRA, 2004). Nesse sentido, o presente estudo adota as variáveis dependentes: q de Tobin, ROA e ROE.

Em relação à mensuração da variável independente IGOV, é válido ressaltar que, apesar de ser um índice objetivo, há a possibilidade de algumas distorções. Isso se dá devido ao fato de que as informações abordadas pelo índice dependem da disponibilização de dados pelas próprias empresas analisadas e, principalmente, da qualidade das informações de governança corporativa prestadas.

3.6. Métodos de regressão múltipla

O presente estudo é composto por dados em painel não balanceado, cujo tratamento estatístico consiste de duas etapas: análise descritiva dos dados e realização de regressões múltiplas, realizadas através do *software* Stata® 14.0. Foram realizadas regressões múltiplas considerando um modelo estático e um modelo dinâmico, considerando os problemas de endogeneidade desse tipo de pesquisa. O modelo estático foi realizado através do procedimento de Efeitos Fixos (EF) e Efeitos Aleatórios (EA), usualmente encontrados na literatura, em estudos como os de Leal e Silva (2005). Em relação ao modelo dinâmico, foi realizada uma regressão pelo Método dos Momentos Generalizado sistêmico (GMM-Sys), conforme realizado por Caixe e Krauter (2014).

A estatística descritiva, de acordo com Stevenson (2001) utiliza modelos gráficos e numéricos para apresentar os dados resumidamente. Em relação à análise de regressão, Gujarati e Porter (2011) explicam que se trata do estudo de uma variável – chamada de dependente – em relação a uma ou mais variáveis – as explanatórias (ou independentes). A análise de regressão linear múltipla considera uma única variável dependente – mas admite três ou mais variáveis explanatórias – as quais buscam melhorar a predição da variável dependente, além de permitir maior amplitude no uso de variáveis explanatórias (STEVENSON, 2001; LAMEIRA, NESS JÚNIOR; SOARES, 2007). Gujarati e Porter (2011) explicam que o modelo de duas variáveis pode ser inadequado na prática, pois muitas vezes há outras variáveis que afetam a variável dependente. De acordo com revisão da literatura realizada por Daiser, Ysa e Schmitt (2017), mais da metade dos estudos empíricos sobre governança corporativa no contexto das ECEs, publicados entre 2009 e 2016, aplicaram análises de regressão simples ou múltipla.

Os métodos de regressão realizados neste estudo pretendem examinar a influência do nível de governança corporativa (variável independente) sobre o desempenho financeiro e valor de mercado (variáveis dependentes) de sociedades de economia mista no Brasil. As variáveis dependentes desta pesquisa serão os indicadores q de Tobin (Q), Retorno sobre o ativo (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). O IGOV será utilizado como variável independente nas análises de regressão, acrescida das seguintes variáveis de controle: grau de endividamento, tamanho da empresa, emissão de ADR e índice de liquidez das ações. Para o modelo cuja variável dependente é o q de Tobin, acrescenta-se a variável ROE entre os regressores. Dessa forma, obtêm-se os modelos para as estimações por Efeitos Fixos (EF) e Efeitos Aleatórios (EA), apresentados a seguir.

$$\begin{aligned}
ROA_{it} &= \alpha + \beta_1 IGOV_{it} + \beta_2 ENDIV_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 ADR_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \sum_{k=1}^{15} \delta_k ANO_{kt} + n_i + \varepsilon_{it} \\
ROE_{it} &= \alpha + \beta_1 IGOV_{it} + \beta_2 ENDIV_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 ADR_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \sum_{k=1}^{15} \delta_k ANO_{kt} + n_i + \varepsilon_{it} \\
QT_{it} &= \alpha + \beta_1 IGOV_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ADR_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \sum_{k=1}^{15} \delta_k ANO_{kt} + n_i + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

Os modelos dinâmicos, apresentados a seguir, consideram, a questão da endogeneidade – referente à possibilidade de que as variáveis atuais de governança corporativa sejam uma função do desempenho passado da empresa – ao incluir a primeira defasagem das variáveis dependentes entre os regressores (WINTOKI; LINCK; NETTER, 2009).

$$\begin{aligned}
ROA_{it} &= \alpha + \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 IGOV_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ADR_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \sum_{k=1}^{15} \delta_k ANO_{kt} + n_i + \varepsilon_{it} \\
ROE_{it} &= \alpha + \beta_1 ROE_{it-1} + \beta_2 IGOV_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ADR_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \sum_{k=1}^{15} \delta_k ANO_{kt} + n_i + \varepsilon_{it} \\
QT_{it} &= \alpha + \beta_1 QT_{it-1} + \beta_2 IGOV_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 ENDIV_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 ADR_{it} + \beta_7 LIQ_{it} + \\
&+ \sum_{k=1}^{15} \delta_k ANO_{kt} + n_i + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

Na área de finanças corporativas, é possível observar que os estudos sobre governança corporativa apresentam, com certa frequência, determinados métodos de estimação para as análises de regressão múltipla. De acordo com revisão da literatura realizada por Daiser, Ysa e Schmitt (2017), mais da metade dos estudos empíricos sobre governança corporativa no contexto das ECEs, publicados entre 2009 e 2016, aplicaram análises de regressão simples ou múltipla.

Os modelos de dados em painel lidam com efeitos específicos dos indivíduos (ou grupos), efeitos do tempo, ou ambos, para lidar com a heterogeneidade não observada (PARK, 2011). Sendo assim, é comum a utilização dos procedimentos de Efeitos Fixos (EF) e Efeitos Aleatórios (EA), além da estimação pelo Método dos Momentos Generalizado (mais conhecido como GMM), que considera um modelo dinâmico.

Exemplos da aplicação dos procedimentos de EF e EA podem ser encontrados nas pesquisas de Leal e Silva (2005), Black, Carvalho e Sampaio (2014), Catapan e Colauto (2014), Vilhena e Camargos (2015), Maranhão, Fonseca e Frega (2016) e Ararat, Black e Yurtoglu (2017). Por sua vez, a aplicação do GMM pode ser verificada em Wintoki, Linck e Netter (2009), Caixe e Krauter (2013), Liu et al. (2015), Akbar et al. (2016), Lozano, Martínez e Pindado (2016), Cunha (2016), Connelly et al. (2017).

O modelo de regressão de Efeitos Fixos, segundo Gujarati e Porter (2011), considera a heterogeneidade não observada entre os indivíduos, de modo que cada um deles possui um intercepto próprio, mas que não varia com o tempo. Por sua vez, o modelo de Efeitos Aleatórios analisa diferenças nos componentes de erro entre os períodos de tempo (PARK, 2011).

No caso da presente pesquisa, que possui empresas como unidade de análise, a heterogeneidade não observada também é genericamente conhecida como “efeitos específicos da empresa”, conforme ressaltam Barros et al. (2010). A heterogeneidade não observada pode ser mais bem entendida através do modelo genérico apresentado pela Equação (1) (BARROS et al., 2010).

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + n_i + u_{it} \quad (1)$$

Note-se a inclusão apenas do subscrito i na heterogeneidade não observada (n_i), sugerindo sua variação apenas entre as unidades de análise, e não na dimensão temporal (GUJARATI; PORTER, 2011). Barros et al. (2010) exemplificam formas de heterogeneidade não observada no contexto das pesquisas em finanças corporativas, como a cultura organizacional, pois é um fator com maiores chances de ser manter estável ao longo do período analisado pela pesquisa.

Para a utilização adequada do procedimento de Efeitos Fixos, é necessário que não haja correlação entre o erro (u_{it}) e o regressor (x_{it}), para qualquer período t , levando à suposição restritiva de exogeneidade dos regressores. No entanto, em finanças corporativas, é comum que haja causalidade reversa entre a variável dependente e os regressores, o que pode ser considerado pelo procedimento de EF através do uso de variáveis instrumentais, ainda que sua disponibilidade seja restrita (BARROS et al., 2010).

Cabe ressaltar que, para determinar a correta utilização dos métodos de estimação, alguns testes estatísticos se fazem necessários. Primeiramente, o teste de Chow considera em sua hipótese nula que não há mudança estrutural durante os períodos de tempo, de modo que o intercepto e o coeficiente angular da regressão não são alterados ao longo do período analisado (GUJARATI; PORTER, 2011). Dessa forma, a não rejeição da hipótese nula indica que um modelo POLS (*pooled ordinary least squares*)²³ é mais adequado em relação aos modelos de Efeitos Fixos. O teste Multiplicador de Lagrange (LM) de Breusch-Pagan também é útil para verificar a adequação de um modelo POLS ou de Efeitos Aleatórios, de modo que a rejeição da hipótese nula indica a adequação do modelo de EA (PARK, 2011). Em seguida, deve-se testar para a adequação do modelo de EF ou EA. Para tanto, é considerado o teste de Hausman, cuja hipótese nula aponta para a adequação da estimação por efeitos aleatórios, e a hipótese alternativa indica a adequação do método de efeitos fixos (CAMERON; TRIVERDI, 2009).

A despeito de sua ampla utilização, o procedimento de Efeitos Fixos – por compreender um modelo estático – não considera questões de endogeneidade das variáveis (BARROS et al. 2010). Dessa forma, Wintoki, Linck e Netter (2012) e Barros et al. (2010) apontam para o Método dos Momentos Generalizado (*Generalized Method of Moments* - GMM) como mais apropriado para lidar com a natureza dinâmica de modelos em que há endogeneidade.

Wintoki, Linck e Netter (2012) chamam a atenção para o fato de que ignorar a natureza dinâmica de determinados modelos empíricos – como o fato de o nível atual de governança corporativa possa ser uma função de desempenho passado da empresa – pode ter impactos nas inferências. Dessa forma, os autores explicam que o GMM pode ser utilizado para controlar a característica dinâmica do relacionamento entre governança corporativa e desempenho.

O Método dos Momentos Generalizado (GMM) tem seu desenvolvimento atribuído a Hansen (1982). Posteriormente, Arellano e Bond (1991) desenvolveram o GMM em diferenças (GMM-Dif), enquanto Blundell e Bond (1998) apresentaram sua extensão: o GMM sistêmico (GMM-Sys). Roodman (2009b, p. 136, tradução nossa) ressalta que “a configuração flexível do GMM acomoda dados em painel não balanceado e múltiplas variáveis endógenas”, considerando-se um modelo genérico como a Equação 2 (WINTOKI; LINCK; NETTER, 2012):

²³ Nos modelos POLS, todas as observações são “empilhadas” e analisadas em uma única regressão, desprezando as séries temporais e o corte transversal dos dados (GUJARATI; PORTER, 2011).

$$y_{it} = \alpha + \beta_1 y_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \gamma Z_{it} + n_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Note-se que, no modelo acima, a variável dependente (y_{it}) é incluída, através de sua primeira defasagem (y_{it-1}), entre os regressores. Tem-se que X_{it} é a variável independente de interesse, Z_{it} representa as variáveis de controle, n_i representa a heterogeneidade não-observada, e ϵ_{it} indica o termo de erro aleatório, para a i -ésima empresa no t -ésimo período.

Na primeira etapa do GMM-Dif, é realizada a eliminação da heterogeneidade não-observada (n_i), através do cálculo das diferenças das variáveis e seus valores defasados (ou seja, valores históricos, como: y_{it-1})²⁴ de modo que se obtém a Equação (3) (BARROS et al. 2010; WINTOKI; LINCK; NETTER, 2012):

$$\Delta y_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta y_{it-1} + \beta_2 \Delta X_{it} + \gamma \Delta Z_{it} + \Delta \epsilon_{it} \quad (3)$$

Dessa forma, como $\Delta n_i \equiv 0$, há a eliminação da heterogeneidade não observada, através do procedimento conhecido como “Primeira Diferença”. A próxima etapa do GMM-Dif consiste em estimar os parâmetros da Equação (3), via GMM, utilizando valores defasados das variáveis explanatórias como instrumentos para os valores atuais de tais variáveis. Ressalta-se que existem condições de ortogonalidade (ou não correlação), para validar a estimação via GMM-Dif, de que os valores das variáveis defasadas não podem ser correlacionados com o termo de erro do modelo, de forma que os instrumentos utilizados sejam válidos (BARROS et al. 2010; WINTOKI; LINCK; NETTER, 2009).

Com o desenvolvimento do GMM-Sys, através do trabalho de Blundell e Bond (1998), obteve-se um aumento de eficiência em relação ao GMM-Dif. Neste caso, acrescentam-se equações em níveis ao procedimento de estimação, de forma que o GMM-Sys consiste em estimar um sistema (Equação 4) que inclui equações em níveis (Equação 2) e em diferenças (Equação 3) (WINTOKI; LINCK; NETTER, 2009).

$$\begin{bmatrix} y_{it} \\ \Delta y_{it} \end{bmatrix} = \alpha + \beta_1 \begin{bmatrix} y_{it-1} \\ \Delta y_{it-1} \end{bmatrix} + \beta_2 \begin{bmatrix} X_{it} \\ \Delta X_{it} \end{bmatrix} + \gamma \begin{bmatrix} Z_{it} \\ \Delta Z_{it} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \epsilon_{it} \\ \Delta \epsilon_{it} \end{bmatrix} \quad (4)$$

Dessa forma, a estimação pelo procedimento do GMM-Sys utiliza, simultaneamente, valores defasados das variáveis da equação em nível (Eq. 2) como instrumentos para a equação em diferenças (Eq. 3); e os valores defasados da equação em diferenças (Eq. 3) como instrumentos para o modelo da Equação 2 (WINTOKI; LINCK; NETTER, 2009).

Para que seja válido e possibilite inferências corretas, o modelo do GMM-Sys deve atender a alguns requisitos:

- Os resíduos devem possuir autocorrelação de primeira ordem (AR(1)), mas não de segunda ordem (AR(2)). Para verificar tal pressuposto, utiliza-se o teste de Arellano-Bond, cuja

²⁴ Barros et al. (2010) exemplificam tal cálculo como: $\Delta y_{it} \equiv y_{it} - y_{it-1}$, do mesmo modo para as demais variáveis e termo de erro aleatório.

hipótese nula afirma que não há autocorrelação de segunda ordem (WINTOKI; LINCK; NETTER, 2009).

- Para ser válido, o GMM deve utilizar instrumentos exógenos. A validade dos instrumentos deve ser verificada através do teste de sobre-identificação de Hansen (estatística J) e do teste de Diferença-em-Hansen (estatística C) (ROODMAN, 2009a). A hipótese nula do teste de sobre-identificação de Hansen indica que os instrumentos são válidos e a hipótese nula do teste de Diferença-em-Hansen indica que os subconjuntos dos instrumentos são exógenos (WINTOKI; LINCK; NETTER, 2009).
- O GMM-Sys deve ser aplicado para painéis curtos, onde tem-se “ T pequeno, N grande”. Portanto, o número de indivíduos (N) deve ser bem maior que o número de períodos de tempo (T) considerados na análise (ROODMAN, 2009a). Embora na presente pesquisa tem-se $N = 22$ e $T = 15$ (portanto, $N > T$), observa-se que N não apresenta um número expressivamente maior que T , o que constitui uma limitação para a pesquisa, nesse sentido. Conforme explica Roodman (2009a), caso N seja pequeno, o teste Arellano-Bond de autocorrelação pode não ser confiável.

Em relação à última condição para realização da estimação pelo método do GMM-Sys, ressalta-se que os estudos analisam um elevado número de empresas nos dados em painel. Como exemplo dos estudos em governança corporativa que utilizaram o método do GMM, citados anteriormente, tem-se: Wintoki, Linck e Netter (2009) com 6.000 empresas analisadas; Caixe e Krauter (2013) com 237; Liu et al. (2015) com 2.057, Akbar et al. (2016) com 435; Lozano, Martínez e Pindado (2016) com 1.064; Cunha (2016) com 200; Connelly et al. (2017) com 100 empresas.

Diante do exposto em relação à limitação da quantidade de empresas, a relação entre governança corporativa, desempenho e valor de mercado será considerada por modelos estáticos – estimados por Efeitos Fixos – e dinâmicos, considerando a questão da endogeneidade, estimados pelo GMM-Sys. Dessa forma, pretende-se apresentar uma comparação dos resultados entre os dois métodos, assim como realizado por Wintoki, Linck e Netter (2009), Barros et al. (2010) e Santos (2016). Os testes para o GMM-Sys foram realizados através da ferramenta “*xtabond2*”, criada por Roodman (2009a), para o *software* Stata®. Por fim, vale ressaltar a afirmação de Barros et al. (2010) referente ao uso do GMM como alternativa altamente apropriada para lidar com problemas de endogeneidade, tratados anteriormente, mesmo na ausência de variáveis instrumentais externas apropriadas.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Esta seção apresenta, inicialmente, os resultados, análise e discussão das estatísticas descritivas, para as variáveis dependente, independente e de controle. Posteriormente serão apresentados e discutidos os resultados e pressupostos dos métodos de regressão aplicados.

4.1. Análise descritiva da variável IGOV

A variável independente IGOV incorpora as principais dimensões de governança corporativa que se fazem presentes, para cada empresa, ao longo do período de 2002 a 2017. Inicialmente, são apresentadas, na Tabela 3, as estatísticas descritivas para a variável IGOV, tanto em termos anuais, como para toda a amostra. As informações com a pontuação anual de cada empresa no Índice de Governança Corporativa encontram-se no Apêndice A.

Tabela 3. Estatísticas descritivas do IGOV

Ano	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	2º Quartil	3º Quartil
2002	20	8,25	3.354102	4	15	7,5	10,5
2003	20	8,85	3.8563	4	16	8	11
2004	20	9,70	4.206511	4	20	8,5	12,5
2005	20	10,35	4.648429	4	20	9	13
2006	21	12,05	4.934331	6	22	10	15
2007	21	12,86	5.062467	6	23	12	16
2008	21	13,24	5.048809	6	23	13	17
2009	21	14,57	4.685845	7	24	15	18
2010	21	15,86	4.316083	8	24	17	18
2011	21	16,33	4.175324	9	24	17	19
2012	21	16,52	3.995235	9	24	18	19
2013	22	17,45	3.67394	11	24	18	19
2014	22	17,55	3.686879	11	24	18	19
2015	22	17,59	3.711746	9	24	18	19
2016	22	17,77	3.531246	11	24	18	20
2017	22	18,59	3.514041	11	24	19,5	21
IGOV	337	14,33	5.302958	4	24	15	18

Fonte: elaborado pela autora

Os resultados da Tabela 3 indicam que, para todas as 337 observações, a pontuação média obtida pelas empresas no IGOV foi de 14,33 – em um total de 25 pontos – o que pode ser considerado um valor intermediário para o nível de governança corporativa. Também se observa que 75% das empresas (3º quartil) apresentaram

pontuação igual ou inferior a 18, considerando todas as observações. De modo semelhante a Leal e Silva (2005), é possível classificar a pontuação no IGOV em três grupos: (i) fraca governança corporativa, com pontuação de 0 a 8; (ii) média governança corporativa, com pontuação de 9 a 17; e (iii) boa governança corporativa, com pontuação de 18 a 25. Dessa forma, o nível de governança corporativa das sociedades de economia mista (SEMs) analisadas é, em média, considerado médio desde o ano de 2002, passando para o nível de boa governança apenas recentemente, em 2013. A classificação da governança corporativa para as sociedades de economia mista analisadas, no período de 2002 a 2017, encontra-se na Tabela 4.

Tabela 4. Classificação da governança corporativa das SEMs (2002-2017)

Ano	Empresas em cada classificação de GC		
	Fraca	Média	Boa
2002	12	8	0
2003	12	8	0
2004	10	9	1
2005	9	8	3
2006	5	13	3
2007	5	12	4
2008	5	11	5
2009	3	12	6
2010	1	12	8
2011	0	10	11
2012	0	11	10
2013	0	8	14
2014	0	9	13
2015	0	9	13
2016	0	8	14
2017	0	6	16

Fonte: elaborado pela autora.

Ao analisar as estatísticas descritivas anuais do IGOV, verifica-se que houve um aumento ao longo dos anos no valor médio obtido no índice. Ao longo do período de 15 anos analisado, a média do IGOV passou de 8,25 em 2002 para 18,59 em 2017. Em 2002, 50% das empresas apresentaram pontuação igual ou inferior a 7,5 no IGOV, ao passo que em 2017 tal pontuação se elevou para 19,5. Resultado semelhante foi obtido por Leal, Carvalhal e Iervolino (2015) ao analisar a evolução das práticas de governança corporativa de empresas brasileiras listadas entre 2004 e 2013. Tais autores concluíram que, de modo geral, a governança corporativa dessas empresas apresentou melhora no período analisado, especialmente após a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC).

Cabe ressaltar que o período analisado, neste estudo, compreende uma evolução das práticas de governança corporativa devido ao seu desenvolvimento e reconhecimento ao longo dos anos. No início dos anos

2000, a atenção para as práticas de governança corporativa começa a crescer, com a criação dos NDGC, na então Bovespa, e o estabelecimento da Lei Sarbanes-Oxley, em 2002, nos Estados Unidos. Dessa forma, os resultados obtidos para os anos iniciais da análise corroboram a configuração de desenvolvimento inicial do tema no mercado brasileiro. Tal situação também pode ser confirmada pela pouca aderência, por parte das estatais analisadas, na divulgação voluntária de informações de governança corporativa nos IANs, especialmente nos anos de 2002 e 2004. Mesmo quando apresentadas nos referidos anos, essas informações eram, com frequência, pautadas em conteúdo genérico sobre gestão e estratégia, além de pouco específico em relação às medidas de governança adotadas pela empresa, o que se reflete no IGOV obtido nos anos iniciais da análise. O item 20.01 do IAN - “Informações sobre Governança Corporativa” passou a ter preenchimento obrigatório somente no ano de 2006, através do Ofício-Circular CVM/SEP nº 04 de 28 de dezembro de 2006 (BRASIL, 2006).

Para identificar a evolução das práticas de governança corporativa ao longo dos anos, e entre empresas, foi calculada a porcentagem de estatais que obtiveram pontuação em cada questão do índice. A Tabela 5 e a Tabela 6 (apresentada e discutida adiante, na página 77) apresentam, para os períodos de 2002-2009 e 2010-2017, respectivamente, o percentual de empresas que atenderam a cada item do IGOV, obtendo 1 ponto para a questão. Os dados são apresentados em dois quadros distintos para melhor visualização e discussão das informações, de modo que as informações dos dois períodos podem ser visualizadas integralmente no Apêndice B.

Tabela 5. Percentual de respostas positivas no IGOV (2002-2009)

Item	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Acesso às informações								
1	30,00%	35,00%	45,00%	45,00%	57,14%	66,67%	66,67%	71,43%
2	15,00%	15,00%	30,00%	30,00%	42,86%	52,38%	61,90%	61,90%
3	20,00%	20,00%	30,00%	35,00%	52,38%	61,90%	61,90%	66,67%
4	10,00%	10,00%	15,00%	25,00%	38,10%	42,86%	47,62%	47,62%
5	35,00%	35,00%	45,00%	45,00%	61,90%	71,43%	71,43%	71,43%
Conteúdo das Informações Públicas								
6	15,00%	30,00%	30,00%	30,00%	38,10%	52,38%	61,90%	71,43%
7	10,00%	10,00%	10,00%	15,00%	9,52%	14,29%	19,05%	95,24%
8	35,00%	30,00%	30,00%	30,00%	28,57%	28,57%	28,57%	47,62%
9	5,00%	15,00%	10,00%	10,00%	9,52%	4,76%	14,29%	19,05%
10	0,00%	5,00%	0,00%	5,00%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%
Estrutura do Conselho de Administração								
11	65,00%	80,00%	85,00%	90,00%	85,71%	90,48%	90,48%	90,48%
12	80,00%	80,00%	75,00%	75,00%	80,95%	80,95%	76,19%	76,19%
13	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,48%	95,24%	95,24%	95,24%
14	5,00%	0,00%	5,00%	15,00%	33,33%	38,10%	38,10%	38,10%
15	75,00%	75,00%	75,00%	75,00%	76,19%	76,19%	76,19%	76,19%
16	55,00%	60,00%	60,00%	60,00%	71,43%	76,19%	76,19%	80,95%
17	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	4,76%	9,52%	9,52%	14,29%

continua

continuação

Item	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Estrutura de Propriedade e Controle								
18	25,00%	20,00%	20,00%	20,00%	19,05%	19,05%	19,05%	19,05%
19	70,00%	70,00%	70,00%	65,00%	71,43%	66,67%	66,67%	66,67%
20	40,00%	40,00%	45,00%	45,00%	47,62%	52,38%	52,38%	52,38%
21	10,00%	15,00%	15,00%	20,00%	33,33%	33,33%	38,10%	38,10%
Demais Órgãos de Governança Corporativa								
22	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
23	5,00%	15,00%	25,00%	25,00%	23,81%	23,81%	23,81%	23,81%
24	10,00%	10,00%	25,00%	30,00%	42,86%	42,86%	42,86%	42,86%
25	15,00%	20,00%	30,00%	50,00%	66,67%	66,67%	66,67%	71,43%

Fonte: elaborado pela autora

Para maior clareza na análise dos resultados, cabe ressaltar, novamente, que no período de 2002 a 2009 as empresas listadas enviavam à CVM os IANs, que foram substituídos pelos Formulários de Referência (FR). Os FR apresentam maior detalhamento nas informações que devem ser prestadas pelos emissores à CVM, inclusive nas informações sobre governança corporativa, compreendidas no IGOV. Portanto, diante da menor exigência na prestação de informações, aliado ao reconhecimento ainda incipiente da importância da governança corporativa, há frequência menor de respostas positivas para o período 2002-2009, se comparado ao período 2010-2017.

Considerando uma análise horizontal na frequência de resposta, observa-se que algumas questões apresentaram aumento expressivo, enquanto outras questões mantiveram-se mais regulares e outras apresentaram leve piora. As questões com menor frequência de pontuação foram as questões 9, 10, 17 e 23. O aumento considerável na questão 7, entre 2008 e 2009 se deve ao fato de que as empresas passaram a disponibilizar informações do ano 2009 no Formulário de Referência, o qual exige a divulgação de informações relativas à remuneração dos administradores (Item 13). A seguir, são discutidos alguns destaques que podem ser observados na Tabela 5.

Entre 2002 e 2009, destaca-se a melhora expressiva nas questões: 1 a 5, 6, 7, 9, 11, 14, 16, 21 e 23 a 25. Portanto, é possível afirmar que houve, nesse período, uma melhora nas seguintes práticas de governança corporativa: acesso às informações via *website*; dedicação de seção específica de GC nos relatórios anuais; divulgação da remuneração dos administradores; apresentação de projeções financeiras; separação dos cargos de CEO e presidente do conselho de administração; maior participação de conselheiros independentes; mandatos de até 2 anos para os conselheiros; maior concessão²⁵ de *tag along*²⁶; presença de comitês de assessoramento do conselho de administração; e criação de código de ética ou conduta.

²⁵ O IGOV compreende a concessão voluntária de *tag along* para ações preferenciais e em percentual maior que 80% (nível estabelecido na Lei 10.303/01) para acionistas que detêm ações ordinárias (SILVEIRA, 2004; BRASIL, 2001).

²⁶ O termo “*tag along*” refere-se, no caso de alienação de controle da empresa, à compra das ações de acionistas minoritários por um percentual mínimo do valor pago às ações dos acionistas controladores. A lei estabelece que acionistas que possuem ações ordinárias podem vendê-las por, no mínimo, 80% do valor pago ao bloco de controle (BRASIL, 2001).

Apresentaram ligeira melhora, no período 2002 a 2009, as questões 8, 10, 13, 15, 17 e 20. Dessa forma, é possível notar uma pequena evolução na adoção de práticas de governança relativas à apresentação de demonstrações contábeis em padrão internacional; à divulgação de variação no valor do negócio; à porcentagem de conselheiros externos maior que 80%; à ausência de reserva de vagas para membros da administração pública direta do controlador; à presença de mecanismos de avaliação do conselho de administração e menor concentração de ações ordinárias pelo controlador.

As questões 12, 18 e 19 apresentaram ligeira piora na frequência de respostas positivas no período de 2002 a 2009. A questão 12 refere-se ao número de membros que o conselho de administração deve possuir, de acordo com a recomendação do IBGC (2015). A questão 18 considera se a empresa emite apenas ações ordinárias, o que contribuiria para evitar a concentração de controle, que poderia levar ao desenvolvimento de problemas de agência, conforme explicam Adams e Ferreira (2008). Por sua vez, a questão 19 identifica se as ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações, situação que poderia evitar um maior potencial de expropriação de acionistas minoritários, de acordo com Silveira (2004).

A seguir, são apresentados os destaques relativos aos dados da Tabela 6, que compreende a pontuação do IGOV das estatais para o período de 2010 a 2017. Verifica-se, no geral, uma frequência de respostas mais alta para todas as questões do índice, com exceção das questões 9 e 10, que se mantiveram com baixa frequência. Tais questões são relativas à divulgação de projeções financeiras e do valor adicionado ou destruído pelo negócio naquele ano.

Tabela 6. Percentual de respostas positivas no IGOV (2010-2017)

Item	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Acesso às informações								
1	80,95%	80,95%	80,95%	90,91%	90,91%	90,91%	86,36%	86,36%
2	66,67%	66,67%	71,43%	72,73%	72,73%	72,73%	72,73%	77,27%
3	71,43%	71,43%	71,43%	81,82%	81,82%	81,82%	81,82%	81,82%
4	47,62%	47,62%	47,62%	54,55%	54,55%	54,55%	54,55%	59,09%
5	76,19%	85,71%	90,48%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Conteúdo das Informações Públicas								
6	76,19%	76,19%	80,95%	86,36%	81,82%	81,82%	81,82%	81,82%
7	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
8	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
9	14,29%	14,29%	14,29%	22,73%	22,73%	22,73%	22,73%	22,73%
10	4,76%	9,52%	4,76%	4,55%	4,55%	4,55%	4,55%	4,55%
Estrutura do Conselho de Administração								
11	90,48%	90,48%	90,48%	86,36%	86,36%	86,36%	90,91%	90,91%
12	80,95%	90,48%	90,48%	90,91%	86,36%	86,36%	86,36%	90,91%
13	95,24%	95,24%	95,24%	95,45%	90,91%	90,91%	95,45%	95,45%

continua

continuação

Item	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
14	38,10%	38,10%	38,10%	45,45%	50,00%	50,00%	54,55%	68,18%
15	76,19%	76,19%	76,19%	77,27%	77,27%	77,27%	77,27%	95,45%
16	80,95%	85,71%	85,71%	86,36%	90,91%	90,91%	90,91%	100,00%
17	14,29%	28,57%	33,33%	36,36%	36,36%	36,36%	40,91%	40,91%
Estrutura de Propriedade e Controle								
18	19,05%	19,05%	19,05%	22,73%	27,27%	27,27%	27,27%	27,27%
19	66,67%	66,67%	66,67%	68,18%	63,64%	63,64%	63,64%	63,64%
20	52,38%	52,38%	52,38%	54,55%	59,09%	59,09%	59,09%	63,64%
21	38,10%	38,10%	38,10%	40,91%	45,45%	45,45%	45,45%	50,00%
Demais Órgãos de Governança Corporativa								
22	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
23	28,57%	33,33%	33,33%	36,36%	36,36%	36,36%	40,91%	54,55%
24	80,95%	80,95%	80,95%	86,36%	86,36%	86,36%	86,36%	86,36%
25	71,43%	71,43%	76,19%	77,27%	81,82%	86,36%	86,36%	90,91%

Fonte: elaborado pela autora

Neste período, todas as empresas pontuaram nas questões 7, 8 e 22. A questão 7 é relativa à divulgação da remuneração dos executivos, item que deve ser preenchido pelas empresas no Formulário de Referência. Todas as empresas pontuaram na questão 8, uma vez que se refere à divulgação de demonstrações financeiras padronizadas em padrão internacional, o que passou a ser uma exigência para as empresas listadas, com a instrução CVM nº 457, de 13 de julho de 2007 (BRASIL, 2007). Por fim, a questão 22 considera a existência de conselho fiscal permanente.

As estatais analisadas apresentaram uma melhora expressiva nas questões 5, 14, 16, 17, 23 e 25. Em tais questões foram compreendidas, respectivamente, as seguintes práticas de governança corporativa: seção de relação com investidores no *website*; participação de conselheiros independentes; mandato unificado de até dois anos para o conselho; existência de mecanismos de avaliação de desempenho do conselho; existência de comitê de auditoria estatutário e auditoria interna; e criação de códigos de ética ou conduta. Ainda que a adoção do comitê de auditoria estatutário (item 23) tenha apresentado expressiva melhora, verifica-se um percentual pouco elevado de adoção, por parte das empresas. Nesse sentido, Leal, Carvalho e Iervolino (2015) destacam que a utilização de comitês associados ao conselho, por parte das empresas listadas, ainda é baixa no Brasil, embora tenha apresentado aumento durante o período de 2004-2013.

Destaca-se, ainda, que houve uma ligeira piora nas questões 10 e 19, com pequenas variações durante o período de 2010 a 2017. Tais questões são relativas à divulgação do valor adicionado ou destruído pelo negócio naquele ano, e se as ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações. Por fim, verifica-se que as demais questões do IGOV apresentaram um pequeno aumento no número de respostas positivas.

Em face dos resultados discutidos nesta seção, é possível sintetizar alguns pontos relativos à evolução da governança corporativa de sociedades de economia mista, para o período de 2002 a 2017, apresentados no Quadro 9.

Situação	Item do IGOV
Expressiva melhora	<ul style="list-style-type: none"> • Acesso às informações: 1, 2, 3 e 5; • Conteúdo das informações públicas: 6, 7 e 8; • Estrutura do conselho de administração: 14 e 16; • Demais órgãos de governança corporativa: 23, 24 e 25.
Leve melhora	<ul style="list-style-type: none"> • Acesso às informações: 4; • Conteúdo das informações públicas: 9; • Estrutura do conselho de administração: 11, 12, 13 e 15; • Estrutura de propriedade e controle: 18, 20 e 21.
Leve piora	<ul style="list-style-type: none"> • Conteúdo das informações públicas: 10; • Estrutura de propriedade e controle: 19.

Quadro 9. Síntese da evolução da governança corporativa nas SEMs (2002-2017)

Nota: Considerou-se que o item do IGOV apresentou expressiva melhora quando houve um aumento de, pelo menos, 50 pontos percentuais entre os anos de 2002 e 2017. O item 22 manteve-se constante no período.

Fonte: elaborada pela autora.

Ao considerar um panorama recente da governança corporativa em sociedades de economia mista no Brasil, cabe ressaltar alguns pontos sobre as práticas mais adotadas pelas empresas, e aquelas com baixa adesão, no ano de 2017. Cabe ressaltar que, em 2017, 16 das 22 SEMs analisadas obtiveram a classificação de boa governança corporativa no IGOV. Para as empresas analisadas, verifica-se que as dez práticas mais adotadas são, em ordem de frequência:

1. O website da empresa apresenta seção de relação com investidores (item 5 - 100%);
2. A empresa divulga informações sobre a remuneração global dos executivos (item 7 - 100%);
3. As demonstrações financeiras são apresentadas em padrão internacional (item 8 - 100%);
4. O conselho de administração possui mandato unificado de até 2 anos (item 16 - 100%);
5. A empresa possui conselho fiscal permanente (item 22 - 100%);
6. Mais de 80% do conselho de administração é composto por membros externos (item 13 - 95,45%);
7. O estatuto social não estabelece reserva explícita de vagas no conselho para ocupantes de cargos específicos da administração pública direta do ente federativo do controlador (item 15 - 95,45%);
8. Os cargos de Diretor Presidente e Presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes (item 11 - 90,91%);
9. O conselho de administração é formado por 5 a 11 membros, de acordo com recomendação do IBGC (2015) (item 12 - 90,91%);
10. A empresa possui e divulga código de ética e/ou conduta ou integridade (item 25 - 90,91%).

Destaca-se que, dentre as melhores práticas adotadas pelas sociedades de economia mista, a maioria é referente à estrutura do conselho de administração, compondo cinco práticas de governança corporativa. Tal resultado ressalta a importância do conselho de administração como principal mecanismo de governança corporativa, inclusive nas sociedades de economia mista. Por outro lado, nenhuma das práticas relativas à estrutura de propriedade está presente entre as dez mais adotadas pelas empresas analisadas.

Os dados também indicam pontos onde a governança corporativa nas estatais listadas ainda é deficitária. A seguir, são apresentadas as cinco práticas de governança corporativa, compreendidas no IGOV, com menor adesão por parte das empresas em 2017. Tais práticas apresentaram frequência de respostas positivas inferior a 50%.

1. Apresentação do valor adicionado/destruído pelo negócio, no período, com base em alguma medida de lucro econômico (item 10 - 4,55%);
2. Apresentação de estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (item 9 - 22,73%);
3. A empresa emite apenas ações ordinárias (item 18 - 27,27%);
4. A empresa possui mecanismos de avaliação de desempenho do conselho de administração (item 17 - 40,91%);
5. A empresa concede *tag along* aos detentores de ações preferenciais (item 21 - 50%)

A divulgação do valor adicionado ou destruído pelo negócio é importante para que analistas e acionistas privados das sociedades de economia mista possam avaliar se a empresa está cumprindo com o objetivo de maximizar o capital investido. Isso é importante para que não haja expropriação do capital de tais acionistas com vistas à consecução de objetivos políticos, em detrimento da eficiência da empresa. A divulgação de projeções de retornos financeiros também é importante para análises sobre o futuro da empresa, de modo que facilite a tomada de decisão de investidores e a captação de recursos.

Os dados mostram também que apenas 27,27% das sociedades de economia mista emitiam exclusivamente ações ordinárias em 2017, contrariando o princípio recomendado de governança corporativa de “uma ação/um voto”. Dessa forma, há maior chance de expropriação de riqueza dos acionistas minoritários, pois há maior concentração dos direitos de controle e probabilidade de haver conflitos de interesses entre os acionistas.

Considerando o mecanismo de governança corporativa mais importante, verifica-se que mais da metade das estatais analisadas não apresentavam, em 2017, mecanismos formais de avaliação de desempenho do conselho de administração. Tal prática é importante para a governança corporativa porque promove maior efetividade e transparência na atuação do conselho no monitoramento da gestão. Em relação à concessão de *tag along*, verificou-se que metade das estatais analisadas não realiza voluntariamente, ou em proporção acima de 80%, no caso de emitirem apenas ações ordinárias, o que contraria o princípio de governança corporativa referente à equidade entre acionistas.

Também é possível fazer uma breve análise dos resultados obtidos no IGOV considerando cada setor econômico das 22 estatais analisadas. A Tabela 7 indica a pontuação nos 4 setores identificados: Financeiro, Energia, Água e Saneamento e Consumo Cíclico.

Tabela 7. Pontuação média no IGOV por setores

Ano	Setor Econômico / Empresas			
	Financeiro (8) ¹	Energia (8)	Água e Saneamento (5)	Consumo Cíclico (1)
2002	7,43	9,00	8,75	6
2003	7,86	9,88	9,00	7
2004	9,71	10,00	9,75	7
2005	10,14	10,88	10,50	7
2006	11,43	13,13	12,20	7
2007	13,29	13,50	12,40	7
2008	13,71	14,25	12,20	7
2009	15,14	15,25	13,40	11
2010	16,86	16,38	14,60	11
2011	17,29	17,00	15,00	11
2012	17,14	17,25	15,40	12
2013	19,38	17,13	16,00	12
2014	19,63	17,00	16,20	12
2015	19,63	16,75	16,80	12
2016	19,50	17,25	17,00	12
2017	20,25	18,00	18,20	12
Média 2002-2017	14,90	14,54	13,59	9,56

Nota: os números em parênteses referem-se à quantidade de estatais listadas nos respectivos setores econômicos.
 Fonte: elaborada pela autora.

Observa-se que o setor Financeiro apresentou maior IGOV médio (14,90) para todo o período analisado, enquanto o setor de Consumo Cíclico, com apenas 1 empresa, apresentou menor IGOV médio no período. Para todos os setores, a média obtida no período 2002-2017 é considerada um indicativo de uma governança corporativa de nível médio. Apenas no ano de 2013 obteve-se um valor médio no IGOV indicativo de um bom nível de governança corporativa, atribuído ao setor Financeiro. Somente no ano de 2017, no entanto, todos os setores passaram a apresentar um IGOV médio maior que 18, indicando um nível superior de governança corporativa.

Por fim, cabe ressaltar que algumas empresas começaram a implantar determinadas práticas de governança corporativa em 2018, em cumprimento à Lei nº 13.303 de 2016, conhecida como a “Lei das Estatais”. Dentre as práticas compreendidas pelo IGOV, a lei determina: estabelecimento de auditoria interna e comitê de auditoria estatutário; elaboração e divulgação de código de conduta e integridade; conselho de administração com 7 a 11 membros; avaliação anual de desempenho dos administradores e membros dos comitês; mandato de até dois anos no conselho de administração e mínimo de 25% de conselheiros independentes.

4.2. Análise descritiva das variáveis dependentes

Nesta seção, são apresentados e discutidos os resultados descritivos das variáveis dependentes utilizadas como métrica para o valor – q de Tobin – e desempenho financeiro: retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre o ativo (ROA). As estatísticas descritivas da variável q de Tobin, para cada ano do período analisado, encontram-se na Tabela 8.

Tabela 8. Estatísticas descritivas da variável q de Tobin

q de Tobin	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	2º Quartil	3º Quartil
2002	19	0.570	0.227	0.232	1.006	0.568	0.711
2003	19	0.529	0.197	0.166	0.916	0.620	0.657
2004	19	0.533	0.213	0.077	1.083	0.527	0.669
2005	18	0.561	0.310	0.085	1.242	0.600	0.657
2006	19	0.644	0.348	0.282	1.555	0.594	0.740
2007	20	1.041	0.847	0.315	4.249	0.811	1.065
2008	20	1.065	1.422	0.323	6.911	0.746	0.955
2009	21	0.822	0.661	0.325	3.426	0.698	0.793
2010	21	0.817	0.568	0.351	2.988	0.724	0.861
2011	21	0.770	0.406	0.274	1.832	0.781	0.859
2012	21	0.875	0.732	0.278	3.532	0.716	1.032
2013	22	0.997	1.269	0.186	6.279	0.604	0.969
2014	21	1.032	1.653	0.170	7.938	0.586	0.883
2015	22	1.053	1.547	0.115	7.010	0.541	0.751
2016	22	1.070	1.430	0.121	6.100	0.583	0.776
2017	22	1.069	1.216	0.258	5.625	0.679	0.928
Total	327	0.851	0.981	0.775	7.937	0.621	0.842

Fonte: elaborado pela autora.

A Tabela 8 indica que, durante os 16 anos analisados, houve uma melhora na variável, com exceção dos anos de 2009 a 2011, nos quais houve um declínio no q de Tobin. Ressalta-se, ainda, que nos anos de 2007, 2008 e 2014 a 2017 obteve-se $q > 1$, ou seja, em um período de 16 anos, as sociedades de economia mista apresentaram geração de valor em apenas 6 anos. Conforme discutido por Assaf Neto (2010) ao apresentar q de Tobin maior que 1, as estatais revelam, em média, criação de riqueza aos acionistas, pois apresentam valor de mercado superior ao custo de reposição dos seus ativos. No entanto, a média para toda a amostra das estatais analisadas indica um q de Tobin inferior a 1, o que representa destruição de valor ao não superar o custo de oportunidade do capital investido, conforme explica Assaf Neto (2010).

Portanto, pela ótica do q de Tobin médio, é possível verificar que as sociedades de economia mista apresentaram, em média, destruição de valor durante os períodos de 2002 a 2006, e 2009 a 2013, uma vez que obtiveram $q < 1$. Segundo Silveira (2004), um q de Tobin inferior a 1 pode estar associado ao investimento do

capital em projetos que não maximizaram o retorno e até mesmo à uma reação do mercado em relação à distribuição de dividendos.

Considerando o desempenho financeiro das sociedades de economia mista analisadas, apresentam-se as estatísticas descritivas para as variáveis ROE e ROA, na Tabela 9 e 10, respectivamente.

Tabela 9. Estatísticas descritivas da variável ROE

Ano	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mín.	Máx.	2º Quartil	3º Quartil
2002	19	-6.533	44.73	-179.8	28.57	3.573	18.082
2003	19	4.899	18.32	-24.28	37.82	3.741	18.586
2004	19	8.508	22.65	-57.67	38.12	10.448	22.950
2005	18	12.83	25.07	-62.13	48.71	10.525	25.997
2006	19	14.98	18.03	-25.08	49.10	12.937	30.761
2007	20	13.30	21.64	-47.33	51.95	12.373	23.3192
2008	20	15.73	12.87	-8.774	35.65	17.333	26.095
2009	21	14.89	13.93	-11.52	54.56	12.694	22.640
2010	21	17.50	19.41	-0.840	90.58	14.113	20.430
2011	21	12.62	10.78	-2.174	42.12	13.685	19.066
2012	21	9.592	10.97	-11.80	38.45	8.859	14.885
2013	22	9.569	14.46	-12.40	39.33	8.229	17.890
2014	21	7.203	20.31	-65.67	44.27	11.8801	13.309
2015	22	7.747	15.70	-21.65	54.69	6.921	14.783
2016	22	9.276	17.83	-35.64	50.75	9.838	13.601
2017	22	8.629	23.55	-83.56	45.82	9.948	19.743
Total	327	10.089	20.836	-179.81	90.581	10.423	20.337

Fonte: elaborado pela autora.

Tabela 10. Estatísticas descritivas da variável ROA

Ano	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	2º Quartil	3º Quartil
2002	19	-0.352	6.064	-17.45	10.82	0.881	2.713
2003	19	0.420	5.104	-7.765	14.08	0.860	2.524
2004	19	2.292	4.572	-6.568	13.03	2.399	6.160
2005	18	3.330	6.102	-8.157	19.73	2.517	5.655
2006	19	3.528	7.586	-16.55	18.05	2.451	7.130
2007	20	4.542	6.879	-9.120	18.99	3.332	7.675
2008	20	6.035	7.363	-2.726	27.38	3.578	8.463
2009	21	4.618	5.283	-6.540	16.33	2.395	8.230
2010	21	5.689	7.511	-0.608	33.13	2.727	7.743
2011	21	4.095	4.555	-1.232	16.65	2.620	5.901
2012	21	3.036	4.792	-5.493	19.26	1.723	5.278
2013	22	2.721	9.580	-10.59	28.51	1.416	4.788
2014	21	2.748	12.58	-35.90	33.16	1.218	5.218
2015	22	3.469	10.34	-7.958	38.49	1.175	2.910
2016	22	3.995	9.850	-12.53	35.13	1.077	5.321
2017	22	4.179	10.20	-23.54	32.49	1.723	5.349
Total	327	3.435	7.841	-35.899	38.492	1.994	5.348

Fonte: elaborado pela autora.

Verifica-se, a partir das estatísticas descritivas, que o valor médio do indicador ROE indica melhora no desempenho das empresas entre os anos de 2002 a 2008, apresentando oscilações entre 2009 e 2016, e queda para o ano de 2017, com uma média de 8,63. A média da variável ROA também indica melhora no desempenho entre 2002 e 2008, ao que se sucedeu uma oscilação no período de 2009 a 2014, seguida de um aumento na média até 2017. Tais oscilações no ROE e ROA, após o ano de 2008 podem ser explicadas pela crise econômica em nível mundial, que provocou um colapso no resultado das empresas, conforme apontam Maranhão, Fonseca e Frega (2016) em resultado semelhante para tais indicadores. Ressalta-se que as variáveis ROE e ROA apresentaram valores mínimos negativos em todos os anos considerados na amostra. Tal resultado indica que, para todos os anos do período 2002-2017 houve empresas que apresentaram prejuízos, comprometendo seu desempenho.

4.3. Análise descritiva das variáveis de controle

As estatísticas descritivas das variáveis de controle – nível de endividamento (ENDIV), tamanho da empresa (TAM) e liquidez das ações (LIQ) – são apresentadas a seguir. Na Tabela 11, encontram-se as informações para a variável ENDIV.

Tabela 11. Estatísticas descritivas da variável ENDIV

Ano	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	2º Quartil	3º Quartil
2002	19	66.42	24.22	21.88	96.08	65.66	89.11
2003	19	67.69	23.90	22.04	96.55	67.71	89.13
2004	19	67.35	25.21	21.56	95.96	72.43	89.80
2005	18	63.40	29.10	16.54	95.49	66.07	90.79
2006	19	55.88	27.89	16.10	94.15	50.15	89.13
2007	20	53.83	29.23	15.32	93.69	45.65	85.61
2008	20	52.42	31.02	7.589	94.02	47.84	83.38
2009	21	54.79	30.99	7.222	94.78	51.08	88.42
2010	21	53.48	31.06	3.920	94.33	44.87	88.38
2011	21	53.55	30.74	2.122	94.01	44.13	88.20
2012	21	54.81	30.11	1.126	94.14	45.90	89.16
2013	22	54.74	30.16	1.181	94.66	47.34	90.44
2014	21	55.82	30.66	2.315	94.56	48.74	90.48
2015	22	56.96	28.89	3.440	94.50	52.31	90.58
2016	22	55.23	30.13	1.237	94.26	54.68	90.37
2017	22	56.10	30.97	0.775	93.72	55.82	90.48
Total	327	57.44	28.97	0.78	96.55	56.21	89.13

Nota: informações em porcentagem (%).

Fonte: elaborado pela autora.

Observa-se que houve uma diminuição, com pequenas oscilações, do nível de endividamento das estatais analisadas durante o período de 2002 a 2017, com uma média de 57,44% para todas as observações. A OECD (2015b) ressalta que a percepção de que o Estado oferece garantias automáticas para o endividamento nas ECES, pode levar a queda artificial nos custos de financiamento e, conseqüentemente, distorções no mercado e endividamento excessivo das estatais, além de conflitos de interesse.

Em relação à variável TAM, suas estatísticas descritivas, apresentadas na Tabela 12. Verifica-se que houve pouca oscilação ao longo do período analisado, de modo que as estatais, em média, não apresentaram um aumento expressivo do seu tamanho, em termos do valor do ativo total.

Tabela 12. Estatísticas descritivas da variável TAM

Ano	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	2º Quartil	3º Quartil
2002	19	22.47	1.790	18.94	25.99	22.12	23.51
2003	19	22.54	1.811	18.98	26.15	22.13	23.53
2004	19	22.60	1.812	19.01	26.22	22.14	23.53
2005	18	22.69	1.817	19.09	26.25	22.40	23.58
2006	19	22.75	1.733	19.61	26.38	22.32	23.61
2007	20	22.60	1.922	19.34	26.57	22.52	23.64
2008	20	22.73	1.959	19.45	26.82	22.77	23.67
2009	21	22.81	1.934	19.44	27.08	22.75	23.56
2010	21	22.93	1.957	19.48	27.28	22.82	23.76
2011	21	23.02	1.967	19.46	27.45	22.97	23.91
2012	21	23.11	1.984	19.44	27.61	23.09	23.97
2013	22	23.12	1.986	19.47	27.78	23.10	24.03
2014	21	23.24	2.043	19.52	27.93	23.20	24.11
2015	22	23.23	2.013	19.92	28.03	23.25	24.19
2016	22	23.27	2.035	19.43	28.06	23.23	24.28
2017	22	23.32	2.036	19.41	28.01	23.24	24.36
Total	327	22.92	1.91	18.94	28.06	22.96	23.70

Fonte: elaborado pela autora.

Também foi considerada a liquidez em bolsa das ações ordinárias das sociedades de economia mista, indicada pela variável LIQ, cujas estatísticas descritivas encontram-se na Tabela 13, na página seguinte.

Tabela 13. Estatísticas descritivas da variável LIQ

Ano	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	2º Quartil	3º Quartil
2002	19	0.309	0.673	0	2.676	0.0000124	0.2032
2003	19	0.280	0.553	0	1.993	0.0000184	0.2116
2004	19	0.274	0.565	0	2.093	0.0001161	0.1732
2005	18	0.253	0.487	0	1.658	0.0002733	0.1658
2006	19	0.299	0.587	0	2.046	0.0010106	0.2067
2007	20	0.261	0.550	0	1.953	0.008336	0.1430
2008	20	0.302	0.727	0	2.648	0.0058221	0.0811
2009	21	0.264	0.652	0	2.503	0.0000966	0.0586
2010	21	0.271	0.688	0	2.361	0.000111	0.0439
2011	21	0.271	0.710	0	2.590	0.0000317	0.0449
2012	21	0.263	0.650	0	2.327	0.0001242	0.0706
2013	22	0.304	0.683	0	2.320	0.0003014	0.1953
2014	21	0.443	0.987	0	3.493	0.0007127	0.1571
2015	22	0.379	0.873	0	3.105	0.0001781	0.0912
2016	22	0.389	0.825	0	2.826	0.0003995	0.1631
2017	22	0.330	0.659	0	2.475	0.0009816	0.3480
Total	327	0.3073	0.6817	0	3.4934	0.0002187	0.1443

Fonte: elaborado pela autora.

Os dados indicam que, em todos os anos do período analisado, houve empresas que emitiram ações cuja liquidez foi zero, o que pode ser explicada pela alta concentração de propriedade nas sociedades de economia mista. No entanto, verifica-se a ocorrência de pequenas oscilações nos valores médios para todo o período, e uma média de 0,3073 para toda a amostra.

4.4. Resultados dos métodos de regressão

Nesta seção, serão apresentados os resultados das regressões pelos procedimentos de estimação discutidos na seção 3.6.: Efeitos Fixos (EF), Efeitos Aleatórios (EA) e Método dos Momentos Generalizado Sistêmico (GMM-Sys), que considera a endogeneidade das variáveis em um modelo dinâmico. Dessa forma, dadas as particularidades de cada método de estimação, bem como suas limitações, é possível obter um comparativo dos resultados obtidos em cada método.

Inicialmente, foram identificados e tratados valores nas variáveis que diferem, consideravelmente, das demais observações, conhecidos como *outliers*, como realizado por Black, Carvalho e Sampaio (2014). Em seguida, foram conduzidas uma análise de correlação – cujos resultados se encontram na Tabela 14 – e as etapas das análises de regressão múltipla, considerando o efeito do nível de governança corporativa sobre diferentes variáveis dependentes: q de Tobin, ROA e ROE.

Tabela 14. Matriz de correlação

	IGOV	QT	ROE	ROA	ENDIV	TAM	LIQ	ADR
IGOV	1.0000							
QT	0.1938	1.0000						
ROE	0.2702	0.1547	1.0000					
ROA	0.2957	0.3953	0.6834	1.0000				
ENDIV	-0.0899	-0.1624	0.1018	-0.4127	1.0000			
TAM	0.6129	0.0590	0.2405	0.0710	0.1361	1.0000		
LIQ	0.4288	0.3398	0.1788	0.1636	0.0111	0.7106	1.0000	
ADR	0.4024	0.1671	0.0097	0.2684	-0.4977	0.498	0.4739	1.0000

Fonte: elaborado pela autora.

Os dados da Tabela 14 indicam que, conforme aumenta o nível de governança corporativa (IGOV) as demais variáveis também aumentam, com exceção da variável de nível de endividamento (ENDIV). Nesse caso, a relação negativa entre as variáveis sugere que, conforme aumenta a governança corporativa das estatais analisadas, seu nível de endividamento diminui, o que corrobora os resultados encontrados para as estatísticas descritivas das variáveis IGOV e ENDIV, apresentados anteriormente. No caso de maior endividamento, as empresas apresentam restrições para implementar mecanismos adicionais de governança corporativa, conforme explicam Silveira, Perobelli e Barros (2008).

4.4.1. Relação entre governança corporativa e valor

Para investigar a relação entre o nível de governança corporativa e valor, a variável q de Tobin (QT) foi utilizada como *proxy* para o valor das sociedades de economia mista. Ressalta-se que o teste de Chow apresentou $p\text{-value} = 0.000$, o que indica a rejeição da hipótese nula de que “há igualdade de interceptos e inclinações para todas as companhias” (FÁVERO, 2013, p. 146) de modo que o método de EF se mostra mais adequado que o POLS. O teste Multiplicador de Lagrange (LM) de Breusch-Pagan, que apresentou $p\text{-value} = 0.000$, também indica que o método POLS não é apropriado, em relação ao método de EA. Dessa forma, é necessário estabelecer o método mais adequando entre EF e EA. Para tanto, foi realizado o teste de especificação de Hausman, o qual indicou que o procedimento de Efeitos Fixos oferece estimativas mais consistentes, em comparação ao procedimento de Efeitos Aleatórios, ao apresentar $p\text{-value} = 0.000$, rejeitando a hipótese nula. Os resultados das regressões múltiplas realizadas pelos procedimentos de Efeitos Fixos e GMM-Sys são apresentados na Tabela 15, para a variável dependente q de Tobin.

Tabela 15. Resultado da regressão para a variável dependente q de Tobin

Variáveis	Método de Estimação			
	Efeitos Fixos		GMM-Sys	
	Coef.	<i>p-value</i>	Coef.	<i>p-value</i>
L.QT			1.6031**	0.090
IGOV	-0.0051	0.696	0.1800	0.257
ROE	-0.0009	0.579	0.0018	0.891
ENDIV	0.0037**	0.088	0.4445	0.208
TAM	-0.1628*	0.030	-1.1150	0.137
ADR	0.8656*	0.000	3.5263	0.235
LIQ	0.2560**	0.076	1.0280	0.231
d2002				
d2003	-0.0187	0.876	19.0794	0.126
d2004	0.0078	0.949	18.7203	0.123
d2005	0.0648	0.611	18.65657	0.118
d2006	0.0471	0.722	18.47437	0.110
d2007	0.461*	0.001	18.85981	0.111
d2008	0.473*	0.001	18.35061	0.115
d2009	0.256**	0.084	17.935	0.111
d2010	0.280**	0.078	18.32004	0.107
d2011	0.249	0.128	18.06509	0.114
d2012	0.364*	0.029	17.92509	0.123
d2013	0.280**	0.098	16.67694	0.142
d2014	0.271	0.112	17.54675	0.114
d2015	0.257	0.134	18.25183**	0.095
d2016	0.317**	0.069	18.14951	0.106
d2017	0.340**	0.063	18.14951	0.111
R^2 (overall)	0.0990		-	
R^2 (within)	0.2189		-	
R^2 (between)	0.1474		-	
Número de observações	327		302	

continua

continuação

Testes de especificação do GMM	<i>p-value</i>
Teste de Arellano-Bond de autocorrelação de 1ª ordem - AR(1)	0.247
Teste de Arellano-Bond de autocorrelação de 2ª ordem - AR(2)	0.778
Teste Hansen (J) de sobreidentificação	1.000
Testes de Diferença-em-Hansen de exogeneidade dos instrumentos	
Teste Hansen (excluindo o grupo de instrumentos padronizados)	1.000
Diferença ($H_0 = \text{exógeno}$)	1.000
Número de instrumentos	36

Notas: indica significância estatística *(5%), **(10%). As variáveis d2002 e d2004 (para o GMM) foram excluídas pelo Stata.

Fonte: elaborado pela autora.

Considerando, inicialmente, o modelo estático de estimação por meio de Efeitos Fixos, verifica-se que há uma relação negativa, porém, não significativa, entre o nível de governança corporativa (IGOV) e o valor, medido pelo q de Tobin (QT). A variável de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) apresenta relação negativa, porém, não significativa, com a variável QT. Apenas as variáveis de controle apresentaram significância estatística aos níveis de 5% e 10%. As variáveis de grau de endividamento (ENDIV) apresentam relação positiva, e significativa, com a variável QT. Por outro lado, a variável relativa ao tamanho da empresa (TAM) apresenta relação negativa e significativa com a variável QT.

Em relação ao modelo dinâmico, estimado pelo GMM-Sys, verifica-se que a variável dependente QT é positivamente influenciada pelos seus valores defasados (L.QT) ao nível de significância de 10%. A variável IGOV apresenta, neste modelo, uma relação positiva, porém, não significativa, com a variável QT. Resultado semelhante foi obtido por Cunha (2016) ao utilizar o mesmo método de estimação e também o q de Tobin como variável dependente. No que tange às variáveis de controle, apenas a variável TAM indica relação negativa com a variável QT, e nenhuma apresentou significância estatística a 10%. Sendo assim, embora as variáveis tenham sido selecionadas com base na indicação da literatura sobre sua influência no desempenho e valor das empresas, elas não apresentam relevância estatística para o presente estudo, de modo que seus efeitos sobre o q de Tobin das estatais analisadas não são significativos.

Para verificar a robustez dos resultados obtidos pela estimação via GMM-Sys, é preciso atender aos pressupostos de tal método. Inicialmente, verifica-se se há adequação dos pressupostos de autocorrelação de primeira ordem, mas não de segunda ordem entre os resíduos. Os resultados do teste de Arellano/Bond indicam a não rejeição da hipótese nula para AR(1) e AR(2), em um nível de 5% de significância, de modo que o modelo atendeu apenas o pressuposto de não haver autocorrelação de segunda ordem. Em seguida, verifica-se a conformidade com o teste de Hansen (estatística J) de sobreidentificação – cujo *p-value* não permite rejeitar a hipótese nula de que os instrumentos são válidos – e com o teste de Diferença-em-Hansen, cujo *p-value* não permite rejeitar a hipótese nula de que os subconjuntos dos instrumentos são exógenos (WINTOKI; LINCK; NETTER, 2009). Por fim, para garantir a robustez dos resultados, também foi controlada a proliferação do

número de instrumentos através da opção “collapse” da ferramenta “xtabond2” para o Stata, de modo que o número de instrumentos (36) fosse inferior ao número de observações (302) conforme requerido pelo GMM-Sys.

Ao se comparar os métodos de estimação por Efeitos Fixos e GMM-Sys, verifica-se que o coeficiente da variável IGOV – relativa ao nível de governança corporativa das sociedades de economia mista – apresenta sinais diferentes. No caso do procedimento de EF, a variável IGOV apresenta coeficiente negativo, o que contraria os resultados comumente encontrados na literatura de que a governança corporativa impacta, positivamente, o valor, mensurado pelo q de Tobin (KLAPPER; LOVE, 2004; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005; BLACK; CARVALHO; SAMPAIO, 2014; ARARAT; BLACK; YURTOGLU, 2017). No entanto, cabe ressaltar que tais estudos não são específicos para as ECEs. Por outro lado, a estimação pelo procedimento GMM-Sys – que considera a endogeneidade da relação entre governança corporativa e medidas de desempenho – apresenta um coeficiente positivo para a variável IGOV, o que indica que um nível mais elevado de governança corporativa, nas estatais listadas, leva a um aumento no valor, mensurado pelo q de Tobin. Tal resultado está em concordância com o encontrado por Bhat et al. (2018), no qual os autores verificaram que melhores práticas de governança corporativa, relativas ao conselho de administração, possuem relação positiva com o valor de empresas de controle estatal.

Note-se que, em ambos os procedimentos de estimação, a variável IGOV não apresenta significância estatística para o modelo econométrico considerado, cuja variável dependente é o q de Tobin. Tal resultado sugere que existem efeitos – não capturados pelas variáveis analisadas – que exercem influência no valor de mercado das estatais. Sendo assim, é possível que o índice de governança corporativa utilizado não capture os efeitos da influência política que existe nas estatais (SHLEIFER; VISHNY, 1994) e que se reflete nas práticas realmente adotadas por tais empresas. Como exemplo, tem-se a questão da independência dos conselheiros de administração que, embora seja estabelecida na Lei 13.303/2016, é difícil de ser verificada na prática, uma vez que conselheiros declarados independentes podem esconder afiliações políticas indiretas (MENOZZI; URTIAGA; VANNONI, 2012). Nesse sentido, variações nas variáveis tradicionalmente utilizadas em estudos de governança corporativa, como variáveis de controle, não são capazes de explicar variações no valor de mercado das estatais analisadas durante o período de 2002 a 2017.

4.4.2. Relação entre governança corporativa e desempenho

As variáveis ROE e ROA foram utilizadas para investigar a relação entre o nível de governança corporativa e o desempenho financeiro das sociedades de economia mista. Inicialmente, serão apresentados e discutidos os resultados da variável ROE, que se encontram na Tabela 16.

Os testes de Chow e LM de Breusch-Pagan indicam a não adequação do modelo POLS, em comparação aos modelos de EF e EA, respectivamente²⁷. O teste de Hausman apresentou $p\text{-value} = 0.3027$, o que não permite rejeitar a hipótese nula. Portanto, para o modelo com o ROE como variável dependente, a estimação por Efeitos Aleatórios é mais adequada do que o método de Efeitos Fixos.

²⁷ Teste de Chow com $p\text{-value} = 0.0000$, Teste LM de Breusch-Pagan com $p\text{-value} = 0.0000$.

Tabela 16. Resultado da regressão para a variável dependente ROE

Variáveis	Método de Estimação			
	Efeitos Aleatórios		GMM-Sys	
	Coef.	<i>p-value</i>	Coef.	<i>p-value</i>
L.ROE			0.7629794	0.112
IGOV	0.9414*	0.016	-4.18879	0.230
ENDIV	-0.1093*	0.056	-0.9820545	0.512
TAM	0.2931	0.827	17.05339	0.428
LIQ	5.3854**	0.068	-11.43626	0.270
ADR	-8.9570*	0.043	-154.1863	0.391
d2002				
d2003	4.915	0.282	-1.693014	0.779
d2004	7.663**	0.096		
d2005	11.48*	0.015	2.912533	0.718
d2006	10.38*	0.031	-0.0544218	0.997
d2007	8.876	0.069	-1.04268	0.964
d2008	10.51*	0.033	-3.286071	0.910
d2009	8.847**	0.078	4.87679	0.857
d2010	8.312	0.113	7.751017	0.802
d2011	4.799	0.368	4.127634	0.894
d2012	1.751	0.744	4.495823	0.886
d2013	-0.229	0.967	10.5004	0.754
d2014	-2.911	0.598	14.06951	0.678
d2015	-1.998	0.715	17.1452	0.595
d2016	-0.838	0.879	16.59521	0.603
d2017	-0.905	0.874	18.01683	0.558
R ² (overall)	0.1322		-	
R ² (within)	0.1303		-	
R ² (between)	0.2079		-	
Número de observações	327		302	

continua

continuação

Testes de especificação do GMM	<i>p-value</i>
Teste de Arellano-Bond de autocorrelação de 1ª ordem - AR(1)	0.023
Teste de Arellano-Bond de autocorrelação de 2ª ordem - AR(2)	0.393
Teste Hansen de sobreidentificação	1.000
Testes de Diferença-em-Hansen de exogeneidade dos instrumentos	
Teste Hansen (excluindo o grupo de instrumentos padronizados)	0.994
Diferença ($H_0 = \text{exógeno}$)	1.000
Número de instrumentos	52

Notas: indica significância estatística: *(5%), **(10%). As variáveis d2002 e d2004 (para o GMM) foram excluídas pelo Stata.

Fonte: elaborado pela autora.

Em relação à estimação pelo procedimento de Efeitos Aleatórios, verifica-se que a variável IGOV apresenta relação positiva, e estatisticamente significativa, com a variável ROE. Em relação às variáveis de controle, tem-se que ENDIV e ADR apresentam relação negativa com ROE, sendo ENDIV significativa a 10% e ADR significativa a 5%. Por fim, as variáveis TAM e LIQ apresentam relação positiva com ROE, sendo que apenas a variável LIQ foi significativa a 5%.

Os coeficientes do modelo estimado pelo GMM-Sys não apresentaram significância estatística, para nenhuma variável, ao nível de 10%. Neste caso, os resultados sugerem que os valores defasados da variável ROE (L.ROE) não impactam a variável ROE. Verifica-se, ainda, que a variável IGOV apresenta relação negativa com a variável ROE. Em relação às variáveis de controle do modelo, apenas a variável TAM apresentou relação positiva com o ROE.

No que tange aos pressupostos do GMM, os testes realizados indicam a adequação do modelo para todos os pressupostos, garantindo a robustez dos resultados. O teste de Arellano/Bond indica a rejeição da hipótese nula para AR(1) e não rejeição da hipótese nula para AR(2), em um nível de 5% de significância, de modo que o modelo atende ao pressuposto de autocorrelação de primeira ordem, mas não de segunda. Verifica-se, ainda, a conformidade com o teste de Hansen de sobreidentificação – cujo *p-value* não permite rejeitar a hipótese nula de que os instrumentos são válidos – e com o teste de Diferença-em-Hansen, cujo *p-value* não permite rejeitar a hipótese nula de que os subconjuntos dos instrumentos são exógenos (WINTOKI; LINCK; NETTER, 2009). Por fim, para garantir a robustez dos resultados, também foi controlada a proliferação do número de instrumentos através da opção “collapse” da ferramenta “xtabond2” para o Stata, de modo que o número de instrumentos (52) fosse inferior ao número de observações (302) conforme requerido pelo GMM-Sys.

Ao se comparar os dois métodos de estimação, têm-se coeficientes com sinais diferentes para o procedimento de EA e GMM-Sys. O modelo dinâmico, ao considerar a endogeneidade da relação entre as variáveis, apresenta relação negativa entre o nível de governança corporativa e o desempenho, mensurado pelo ROE, o que representa um resultado contrário ao esperado com base na literatura.

Em relação à significância estatística da variável IGOV, verifica-se que apenas o modelo de EA apresenta relevância estatística para o nível de governança corporativa. Nesse sentido, embora o modelo GMM-Sys seja mais robusto ao considerar a endogeneidade, seus resultados não são conclusivos em relação ao efeito

da governança corporativa sobre o desempenho financeiro, mensurado pelo ROE, de modo que a variável dependente seja impactada por outros fatores não considerados pela governança corporativa. Ademais, cabe ressaltar, assim como feito no modelo anterior, as particularidades em se mensurar a governança corporativa nas empresas de controle estatal. Por fim, os resultados remontam à afirmação de Silveira (2010) referente à falta de consenso em relação aos efeitos da governança corporativa no desempenho das empresas, pois diversos fatores podem influenciá-lo.

Em relação à utilização do ROA como variável dependente, os resultados das regressões múltiplas são apresentados na Tabela 17. Para o modelo estático, os testes de Chow e LM de Breusch-Pagan indicam, novamente, a não adequação do modelo POLS em comparação às estimações por EF e EA, respectivamente²⁸. O teste de Hausman apresentou $p\text{-value} = 0.7020$, o que não permite rejeitar a hipótese nula. Portanto, para o modelo cuja variável dependente é o ROA, a estimação por Efeitos Aleatórios é mais adequada do que o método de Efeitos Fixos.

Tabela 17. Resultado da regressão para a variável dependente ROA

Variáveis	Método de Estimação			
	Efeitos Aleatórios		GMM-Sys	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value
L.ROA			0.8338877*	0.000
IGOV	0.468	0.003	-0.2613426	0.709
ENDIV	-0.144	0.000	-0.0240379	0.855
TAM	-0.683	0.232	1.135941	0.772
LIQ	2.566	0.040	-9.654753	0.346
ADR	-1.475	0.434	7.75798	0.754
d2002				
d2003	0.731	0.665	-0.476527	0.823
d2004	2.195	0.197		
d2005	2.592	0.138	0.139929	0.935
d2006	0.749	0.676	0.0535235	0.989
d2007	1.361	0.454	1.999228	0.989
d2008	2.443	0.184	2.632853	0.614
d2009	0.906	0.631	0.0541583	0.993
d2010	1.248	0.528	2.476329	0.686
d2011	-0.491	0.808	-0.1972551	0.973

continua

28 Teste de Chow com $p\text{-value} = 0.0000$, Teste LM de Breusch-Pagan com $p\text{-value} = 0.0000$.

continuação

Variáveis	Método de Estimação			
	Efeitos Aleatórios		GMM-Sys	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value
d2012	-1.378	0.497	0.3121953	0.960
d2013	-2.872	0.168	0.7272956	0.920
d2014	-2.145	0.305	5.287612	0.530
d2015	-2.121	0.308	2.101053	0.749
d2016	-1.805	0.389	2.378591	0.713
d2017	-1.291	0.552	1.004495	0.870
R ² (overall)	0.1973		-	
R ² (within)	0.2406		-	
R ² (between)	0.2101		-	
Número de observações	327		302	
Testes de especificação do GMM			p-value	
Teste de Arellano-Bond de autocorrelação de 1ª ordem - AR(1)			0.049	
Teste de Arellano-Bond de autocorrelação de 2ª ordem - AR(2)			0.292	
Teste Hansen (J) de sobreidentificação			1.000	
Testes de Diferença-em-Hansen de exogeneidade dos instrumentos				
Teste Hansen (excluindo o grupo de instrumentos padronizados)			1.000	
Diferença (H ₀ = exógeno)			1.000	
Número de instrumentos			54	

Notas: indica significância estatística: *(5%), **(10%). As variáveis d2002 e d2004 (para o GMM) foram excluídas pelo Stata.

Fonte: elaborado pela autora.

Em relação à estimação pelo procedimento de Efeitos Aleatórios, verifica-se que, com exceção das variáveis TAM e ADR, as demais apresentaram significância estatística em nível de 5%. Neste modelo, o nível de governança corporativa (IGOV) apresenta uma relação positiva e significativa com a variável de desempenho ROA. Em relação às variáveis de controle, tem-se uma relação negativa das variáveis ENDIV, TAM e ADR com a variável dependente e ROA, e uma relação positiva entre as variáveis LIQ e ROA.

Considerando a estimação pelo GMM-Sys, verifica-se que variável dependente ROA é positivamente influenciada pelos seus valores defasados (L.ROA) em nível de significância de 1%. A variável IGOV apresenta uma relação negativa, porém, não significativa, com a variável de desempenho ROA. As variáveis de controle ENDIV e LIQ também apresentaram relação negativa e não significativa com ROA, enquanto as variáveis TAM e ADR apresentaram relação positiva com ROA, embora não significativa. Verifica-se que as variáveis selecionadas para este modelo não têm relevância estatística para explicar a variação no ROA das estatais

analisadas. Portanto, para o modelo estimado por GMM-Sys, embora considere o caráter endógeno da relação entre as variáveis, os resultados sugerem que a governança corporativa praticada, de fato, nessas empresas, não é capturada pelo índice, devido às questões de influências políticas (SHLEIFER; VISHNY, 1994) discutidas anteriormente.

Para verificar a robustez dos resultados do GMM, é necessário que o modelo atenda aos pressupostos discutidos anteriormente. Sendo assim, o teste de Arellano/Bond indica a rejeição da hipótese nula para AR(1) e não rejeição da hipótese nula para AR(2), em um nível de 5% de significância, de modo que o modelo atende ao pressuposto de autocorrelação de primeira ordem, mas não de segunda. Verifica-se, ainda, a conformidade com o teste de Hansen de sobreidentificação – cujo *p-value* não permite rejeitar a hipótese nula de que os instrumentos são válidos – e com o teste de Diferença-em-Hansen, cujo *p-value* não permite rejeitar a hipótese nula de que os subconjuntos dos instrumentos são exógenos (WINTOKI; LINCK; NETTER, 2009). A proliferação do número de instrumentos foi controlada através da opção “collapse” da ferramenta “xtabond2” para o Stata, de modo que o número de instrumentos (54) fosse inferior ao número de observações (302) conforme requerido pelo GMM-Sys.

Considerando o coeficiente da variável IGOV nos dois procedimentos de estimação utilizados, verifica-se que há significância estatística para a variável no modelo de Efeitos Aleatórios, além de indicar que o nível de governança corporativa influencia positivamente no ROA. Por outro lado, ao considerar um modelo dinâmico e a endogeneidade da relação entre governança e desempenho, tem-se uma relação negativa, porém não significativa, entre IGOV e ROA. O resultado da estimação pelo GMM-Sys contraria resultados encontrados por autores como Silva e Leal (2005), que identificaram desempenho superior do ROA em empresas com melhor nível de governança corporativa, utilizando dados em painel e estimação pelo procedimento de efeitos fixos e efeitos aleatórios.

Por fim, cabe ressaltar que, ao comparar as estimações realizadas pelos modelos estáticos e dinâmicos, verificam-se algumas diferenças. Nesse sentido, os coeficientes da variável IGOV não apresentaram significância estatística nos modelos dinâmicos, mas foram significativos nos modelos estáticos cuja variável dependente era ROE e ROA. Resultado semelhante foi obtido por Wintoki, Linck e Netter (2009) ao estudarem a relação entre estrutura do conselho de administração e desempenho: o modelo estático apresenta relações estatisticamente significativas, ao contrário da estimação por GMM no modelo dinâmico. Tal resultado, segundo os autores, chama a atenção para a possibilidade de resultados enviesados na estimação por Efeitos Fixos, caso a relação entre as variáveis tenha uma natureza dinâmica.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As discussões sobre governança corporativa perpassam por diferentes aspectos organizacionais, a fim de minimizar os conflitos de agência. Especificamente, no caso de sociedades de economia mista, a governança corporativa tem sua necessidade reforçada, devido às particularidades das estatais, notadamente: divergências no estabelecimento dos objetivos da empresa; excessiva interferência política, exercida pelo Estado e demais agentes envolvidos; e baixa transparência. A literatura apresenta evidências de que a adoção de melhores práticas de governança corporativa seria benéfica para as empresas, ao promover melhores tomadas de decisão, minimização dos custos de agência e conflitos de interesse, proporcionando, dessa forma, melhor desempenho. É desejável que as sociedades de economia mista tenham bom desempenho, preservem seu patrimônio no longo prazo e maximize o capital de investidores privados, devido à influência que exercem na sociedade, dada a atuação em setores estratégicos da economia.

Em face desse contexto, a presente pesquisa teve como objetivo verificar se existe relação significativa entre o desempenho, valor de mercado e o nível de governança corporativa de sociedades de economia mista (SEMs). Para tanto, foram analisadas as práticas de governança corporativa das SEMs, durante o período de 2002 a 2017. Os dados analisados permitiram estabelecer como se deu a evolução da governança corporativa para as SEMs no Brasil e seu panorama atual, partindo de um período em que o tema era pouco difundido entre as organizações, dada a recente criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela B3, em 2000 e o estabelecimento da Lei Sarbanes-Oxley, em 2002, nos Estados Unidos, reforçando a urgência de expansão das discussões acerca do tema. Para analisar as relações entre governança corporativa, valor de mercado e desempenho, foram realizadas regressões múltiplas pelos procedimentos usualmente encontrados na literatura – Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios – além de um procedimento mais robusto, o Método dos Momentos Generalizado (GMM), que considera a relação dinâmica desse tipo de pesquisa.

Em relação à evolução da governança corporativa das SEMs, tem-se que as empresas apresentaram melhora durante o período de 2002 a 2017. Em 2002, a média obtida pelas empresas no IGOV – índice que mensura o nível da governança corporativa, de 0 a 25 – foi de 8,25, passando para 18,59 em 2017, considerado um nível de boa governança corporativa. Em termos categóricos, é possível dizer que a governança corporativa dessas empresas apresentava nível médio durante os anos de 2002 a 2012, quando passou a apresentar nível de boa governança em 2013. Verifica-se que houve melhora expressiva em práticas associadas a todas as dimensões de governança corporativa constantes do IGOV. No entanto, nota-se que houve uma leve piora em relação à proporção de ações preferenciais e à divulgação do valor adicionado ou destruído pela empresa, além da baixa adesão das empresas no estabelecimento de comitê de auditoria estatutário, no período analisado.

Os dados coletados também permitiram cumprir o objetivo específico de estabelecer um panorama atual das práticas de governança corporativas das SEMs. Das dez práticas de governança mais adotadas, em 2017, cinco são referentes à estrutura do conselho de administração, o que ressalta a importância deste órgão como principal mecanismo de governança corporativa, inclusive no contexto das empresas estatais. Por outro lado, os resultados chamam a atenção para a ausência de práticas relativas à estrutura de propriedade, entre aquelas mais adotadas pelas estatais analisadas.

As práticas de governança, com menor adesão por parte das SEMs, em 2017, também foram verificadas. Destacam-se as cinco práticas com menor adesão por parte das empresas (da menor, para a maior):

(i) apresentação do valor adicionado/destruído pelo negócio, no período, com base em alguma medida de lucro econômico; (ii) apresentação de estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros; (iii) emissão exclusiva de ações ordinárias; (iv) existência de mecanismos de avaliação de desempenho do conselho de administração; e (v) concessão de *tag along* aos detentores de ações preferenciais. Tais resultados lançam luz às práticas de governança corporativa que ainda carecem de aprimoramento, no contexto das empresas estatais brasileiras. O aprimoramento se faz necessário para minimizar potenciais conflitos de interesse entre o Estado, enquanto controlador, e os demais acionistas privados, além de promover maior transparência e efetividade na atuação do conselho.

É importante notar que a Lei nº 13.303 de 2016 fez com que as estatais dessem início à implementação de determinadas práticas de governança, durante o ano de 2018. Nesse sentido, deve-se reconhecer o esforço da lei em promover melhores práticas de governança para as empresas estatais, indicando a relevância do tema no contexto atual do país, ainda que a adoção de tais práticas possa ocorrer apenas para conferir legitimidade às empresas.

Em relação aos resultados das regressões, verificou-se a existência de algumas discrepâncias entre os modelos estático e dinâmico, o que corrobora a discussão do enviesamento dos coeficientes estimados por métodos que não consideram a endogeneidade neste tipo de pesquisa. Ao analisar a relação entre o nível de governança corporativa e o valor das SEMs, tem-se uma relação negativa, não significativa e de baixa magnitude, pelo modelo estático, enquanto o modelo dinâmico, e mais robusto, indica uma relação positiva, embora não significativa. Dessa forma, os resultados não permitem rejeitar a hipótese nula (1), estabelecida neste estudo, de que não há relação significativa entre a variável do nível de governança corporativa e a variável de valor de mercado das estatais analisadas.

Considerando a relação entre governança corporativa e desempenho, utilizando as variáveis de retorno sobre o patrimônio líquido e retorno sobre o ativo, como variáveis dependentes, verificam-se relações positivas e significativas com o nível de governança corporativa, para o modelo estático. No modelo dinâmico, ao contrário, os resultados apontam relações negativas, embora não significativas, entre o nível de governança corporativa e as variáveis de desempenho. A partir dos resultados empíricos, não é possível rejeitar a hipótese nula (2), estabelecida neste estudo, de que não há relação significativa entre a variável do nível de governança corporativa e as variáveis de desempenho das estatais analisadas.

Embora os modelos estáticos de desempenho tenham apresentado significância estatística, para a variável de interesse, é necessário notar que seus coeficientes podem estar enviesados, conforme consta da literatura, dada a discrepância se comparado ao modelo dinâmico. Dessa forma, ao realizar uma comparação entre os dois métodos de estimação, o presente estudo contribui ao evidenciar a robustez do método GMM, para estudos cujas variáveis apresentam endogeneidade.

Como as estimações do modelo dinâmico apresentaram relações negativas, mas não significativas, não é possível afirmar que a governança corporativa está associada a um desempenho menor nas sociedades de economia mista. No caso da relação entre governança corporativa e valor, os modelos estático e dinâmico também não apresentaram significância estatística para a variável IGOV. Portanto, não é possível afirmar, com respaldo estatístico, que melhores níveis de governança corporativa levam ao maior valor de mercado, embora seja essa a relação sugerida. Tais resultados não significativos sugerem que existem efeitos – não capturados

pelas variáveis analisadas e consideradas com base na literatura – que exercem influência no valor de mercado e desempenho das sociedades de economia mista.

É importante notar que a literatura aponta para a falta de consenso sobre a relação entre governança corporativa e desempenho, pois diversos fatores podem afetar o resultado das empresas, sejam eles do ambiente interno ou externo à organização. Especialmente quando se analisam empresas de controle estatal, surgem fatores adicionais que devem ser considerados na relação entre governança corporativa, valor e desempenho, como a interferência política a qual tais empresas estão sujeitas. A interferência política se manifesta, muitas vezes, de forma indireta, a despeito dos esforços dos mecanismos de governança corporativa, como a exigência de membros independentes no conselho de administração, para promover maior transparência na gestão. Nesse sentido, é possível que o índice de governança corporativa utilizado não capture os efeitos da influência política que existe nas estatais, e que se refletem, de modo implícito, nas práticas realmente adotadas por tais empresas.

Portanto, embora o modelo dinâmico considere o caráter endógeno da relação entre as variáveis, os resultados sugerem que a governança corporativa praticada, de fato, nessas empresas, não é capturada pelo índice utilizado, devido às questões de influências políticas discutidas anteriormente, e fatores externos não capturados pelas variáveis propostas para o modelo, com base na literatura.

A presente pesquisa conta com algumas limitações, dentre as quais é possível citar o número reduzido de empresas, dada a quantidade limitada de estatais listadas no Brasil, ao que se propôs analisá-las por um período de tempo maior. Os dados coletados também apresentam uma limitação no sentido em que dependem da qualidade das informações prestadas pelas próprias empresas. Foram necessárias consultas aos portais de acesso à informação, para compor determinadas questões do índice de governança, especialmente nos anos iniciais da análise.

Aos estudos futuros no âmbito da governança corporativa em empresas de controle estatal, sugere-se considerar efeitos externos, importantes no contexto de tais empresas, que podem influenciar variações em seu desempenho e valor de mercado, como períodos prévios e posteriores a eleições. Sugere-se, ainda, realizar estudos comparativos sobre a relação entre governança corporativa e desempenho de empresas estatais de outros países, a fim de identificar possíveis fatores institucionais que afetam tal relação, e como eles diferem entre os países.

Por fim, a presente pesquisa contribui, em termos acadêmicos, para complementar a literatura, ainda limitada, sobre a governança corporativa em sociedades de economia mista, apontando que a consideração de diferentes variáveis pode contribuir para obter maior entendimento sobre o assunto. Em termos organizacionais, o modo como a governança corporativa vem evoluindo e as práticas ainda pouco adotadas pelas SEMs no Brasil, lançam luz a aspectos de gestão que devem ser considerados pelo Estado e gestores – dada a indiscutível relevância de tais empresas na economia – a fim de garantir sua atuação com responsabilidade. Através do entendimento do panorama atual da governança corporativa nas estatais, será possível corrigir lacunas para promover uma gestão mais equitativa, responsável e transparente das sociedades de economia mista,

REFERÊNCIAS

- ADAMS, R.; FERREIRA, D. One share-one vote: the empirical evidence. **Review of Finance**, v. 12, n. 1, p. 51-91, 2008.
- AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A. Codes of good governance worldwide: what is the trigger?. **Organization Studies**, v. 25, n. 3, p. 415-443, 2004.
- _____. Codes of good governance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 3, p. 376-387, 2009.
- AKBAR, S. et al. More on the relationship between corporate governance and firm performance in the UK: evidence from the application of generalized method of moments estimation. **Research in International Business and Finance**, v. 38, p. 417-429, 2016.
- ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. **The American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALLINI, A.; ROSSI, F. M.; HUSSAINEY, K. The board's role in risk disclosure: an exploratory study of Italian listed state-owned enterprises. **Public Money & Management**, v. 36, n. 2, p. 113-120, 2016.
- ANDRADE, A. ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4a. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ARARAT, M.; BLACK, B. S.; YURTOGLU, B. B. The effect of corporate governance on firm value and profitability: time-series evidence from Turkey. **Emerging Markets Review**, v. 30, p. 113-132, 2017.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5a. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- ASSUNÇÃO, R. R.; DE LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Complexidade e governança corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade e Finanças - USP**, v. 28, n. 74, p. 213-228, 2017.

B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Regimento do Programa Destaque em Governança de Estatais**. 2017. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/governanca-de-estatais/>. Acesso em: 14 dez. 2017.

_____. **Segmentos de listagem**. 2018. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>. Acesso em: 13 set. 2017.

BARROS, L. A. B. C. et al. **A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação**. 2010. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1593187>>. Acesso em: 05 jan. 2018.

BAYSINGER, B.; HOSKISSON, R. E. The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy. **The Academy of Management Review**, v. 15, n. 1, p. 72-87, 1990.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 1932.

BHAT, K. U. et al. Corporate governance and firm value: a comparative analysis of state and non-state owned companies in the context of Pakistan. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 18, n. 6, p. 1196-1206, 2018.

BLACK, B. et al. Methods for multicountry studies of corporate governance: evidence from the BRIKT countries. **Journal of Econometrics**, v. 183, n. 2, p. 230-240, 2014.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, 2014.

BLUNDELL, R.; BOND, S. R. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of Econometrics**, v. 87, p. 115–143, 1998..

BÖRSCH-SUPAN, A.; KÖKE, J. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **German Economic Review**, v. 3, n. 3, p. 295-326, 2002.

BOUBAKRI, N. et al. The market value of government ownership. **Journal of Corporate Finance**, v. 50, p. 44-65, 2018.

BOZEC, R.; BRETON, G. The impact of the corporatization process on the financial performance of Canadian state-owned enterprises. **The International Journal of Public Sector Management**, v. 16, n. 1, p. 27-47, 2003.

BRASIL. Decreto nº 200, de 25 de fevereiro de 1967. Dispõe sobre a organização da Administração Federal, estabelece diretrizes para a Reforma Administrativa e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 27 fev. 1967. Seção 1. Disponível em: <<http://www.camara.leg.br/>>. Acesso em: 25 out. 2017.

_____. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Seção 1. Disponível em: <<http://www.camara.leg.br/>>. Acesso em: 14 dez. 2017.

_____. **Constituição (1988)**. Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado, 1988.

_____. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Instrução nº 202 de 6 de dezembro de 1993**. Dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst202consolid.pdf>>. Acesso em: 16 dez. 2017.

_____. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 31 jan. 2001. Seção 1. Disponível em: <<http://portal.impresanacional.gov.br>>. Acesso em: 13 set. 2017.

_____. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 16 dez. 2017.

_____. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Ofício Circular CVM/SEP nº 4 de 2006**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sep/anexos/oc-sep-0406.pdf>>. Acesso em: 14 nov. 2018.

_____. Decreto nº 6.021, de 22 de janeiro de 2007. Cria a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União CGPAR, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 22 jan. 2007. Seção 1. Disponível em: <<http://portal.impresanacional.gov.br>>. Acesso em: 5 set. 2017.

_____. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Instrução nº 480 de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>>. Acesso em: 14 nov. 2018.

_____. Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011. Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; altera a Lei nº 8.112, de 11 de dezembro de 1990; revoga a Lei nº 11.111, de 5 de maio de 2005, e dispositivos da Lei nº 8.159, de 8 de janeiro de 1991; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 18 nov. 2011. Seção 1. Disponível em: < <http://www2.camara.leg.br/>>. Acesso em: 16 nov. 2018.

_____. Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. **DEST – Histórico**. 2015. Disponível em: < <http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/coordenacao/historico>>. Acesso em: 27 out. 2017.

_____. Lei nº 13.303, de 30 de junho de 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**. Brasília, DF, 01 jul. 2016. Seção 1. Disponível em: <<http://www.camara.leg.br/>>. Acesso em: 27 out. 2017.

_____. Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. **SEST – Institucional**. 2018. Disponível em: < <http://www.planejamento.gov.br/acesso-a-informacao/institucional/unidades/sest>>. Acesso em: 17 dez. 2018.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; MARCUS, A. J. **Fundamentals of corporate finance**. 3rd. ed. Boston: McGraw-Hill, 2001.

BOZEC, R.; BRETON, G.; CÔTÉ, L. The performance of state-owned enterprises revisited. **Financial Accountability and Management**, v. 18, n. 4, p. 383-407, 2002.

CADBURY REPORT. **The financial aspects of corporate governance**. London: Gee, 1992.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

_____. The Relation between corporate governance and market value: mitigating endogeneity problems. **Brazilian Business Review**, v. 11, n. 1, p. 90-110, 2014.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics using Stata**. Texas: StataPress, 2009.

CATAPAN, A. COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 3, p. 137-164, 2014.

- CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.
- COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, pp. 386-405, 1937.
- COHEN, D. A.; DEY, A.; LYS, T. Z. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods. **The Accounting Review**, v. 83, n. 3, p. 757-787, 2008.
- CONNELLY, J. T. et al. A tale of two cities: economic development, corporate governance and firm value in Vietnam. **Research in International Business and Finance**, v. 42, p. 102-123, 2017.
- CONYON, M. J.; HE, L. Executive compensation and corporate governance in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, p. 1158-1175, 2011.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; BRESSAN, A. A. O efeito da liquidez sobre a rentabilidade de mercado das ações negociadas no mercado acionário brasileiro. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 5, n. 2, p. 109-119, 2008.
- CUNHA, M. A. M. **O efeito da governança corporativa no desempenho econômico e financeiro das empresas: uma análise empírica do mercado brasileiro**. 2016. 147 f. Dissertação de Mestrado - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2016.
- CUOMO, F.; MALLIN, C.; ZATTONI, A. Corporate governance codes: a review and research agenda. **Corporate Governance: An International Review**, v. 24, n. 3, p. 222-241, 2016.
- CRESWELL, J. W. **Research design: qualitative, quantitative, and mixed methods approaches**. 4th ed. Sage, 2014.
- DI PIETRO, M. S. Z. **Direito Administrativo**. 25a ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- DAISER, P.; YSA, T.; SCHMITT, D. Corporate governance of state-owned enterprises: a systematic analysis of empirical literature. **International Journal of Public Sector Management**, v. 50, n. 5, p. 447-466, 2017.
- DANG, C.; LI, Z.; YANG, C. Measuring firm size in empirical corporate finance. **Journal of Banking and Finance**, v. 86, p. 159-176, 2018.
- DING, S. et al. Executive political connections and firm performance: comparative evidence from privately-controlled and state-owned enterprises. **International Review of Financial Analysis**, v. 36, p. 153-167, 2014.

- EISENHARDT, K. Agency theory: an assesment and review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p.57-74, 1989.
- FAMA, E.; FRENCH, K. R. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 3, p. 819-843, 1998
- FAMA, E.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.
- FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.
- FERNANDEZ, M. R.; ALONSO, S. F.; RODRIGUEZ, J. R. Board characteristics and firm performance in Spain. **Corporate Governance**, v. 14, n. 4, p. 485-503, 2014.
- FONTES FILHO, J. R.; PICOLIN, L. M. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**, v. 42, n. 6, p. 1163-1188, 2008.
- FONTES FILHO, J. R.; ALVES, C. F. Mecanismos de controle na governança corporativa das empresas estatais: uma comparação entre Brasil e Portugal. **Cadernos EBAPE**, v. 16, n. 1, p. 1-13, 2018.
- FREEMAN, R. E.; REED, D. L. Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance
- GERNER-BEUERLE, C. Diffusion of regulatory innovations: the case of corporate governance codes. **Journal of Institutional Economics**, v. 13, n. 2, p. 271-303, 2017.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson, 2004.
- GOLDENG, E.; GRÜNFELD, L. A.; BENITO, G. R. G.; The performance differential between private and state owned enterprises: the roles of ownership, management and market structure. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 7, p. 1244-1273, 2008.
- GONDRIGE, E. O.; CLEMENTE, A.; ESPEJO, M. M. S. B. Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 9, n. 3, p. 72-95, 2012.

- GONZALEZ, J. S.; GARCÍA-MECA, E. Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? **Journal of Business Ethics**, v. 121, n. 3, p. 419-440, 2014.
- GROSMAN, A.; OKHMATOVSKIY, I.; WRIGHT, M. State control and corporate governance in transition economies: 25 years on from 1989. **Corporate Governance: An International Review**, v. 24, n. 3, p. 200-221, 2016.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C.; **Econometria básica**. 5. ed. New York: McGraw Hill, 2011.
- HANSEN, L. P. Large sample properties of Generalized Method of Moments estimators. **Econometrica**, v. 50, n. 4, p. 1029-1054, 1982.
- HART, O. Corporate governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, v. 105, n. 430, p. 678-689, 1995.
- HEATH, J.; NORMAN, W. Stakeholder theory, corporate governance, and public management: what can the history of state-run enterprises teach us in the post-Eron era?. **Journal of Business Ethics**, vol. 53, n. 3, p. 247-265, 2004.
- IBHAGUI, O. W.; OLOKOYO, F. O. Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. **North American Journal of Economics and Finance**, v. 45, p. 57-82, 2018.
- IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5ª. ed. São Paulo: IBGC, 2015.
- _____. **O IBGC: histórico**. 2017a. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/ibgc/o-ibgc/historico>>. Acesso em: 8 set. 2017.
- _____. **Governança corporativa em empresas estatais listadas no Brasil**. São Paulo: IBGC, 2017b.
- JENSEN, M. C. Organization theory and methodology. **The Accounting Review**, v. 58, n. 2, p. 319-339, 1983.
- _____. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal Of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 8-21, 2001.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.
- KHONGMALAI, O.; DISTANONT, A. Corporate governance model in Thai state-owned enterprises: structural equation modelling approach. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 17, n. 4, p.613-628, 2017.

- KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 58, n. 1-2, p. 703-728, 2004.
- LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JUNIOR, W. L.; SOARES, T. D. L. A. Governança Corporativa: impacto no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.
- LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A. State ownership reinvented? Explaining performance differences between state-owned and private firms. **Corporate Governance: An International Review**, v. 26, n. 4, p. 255-272, 2018.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL, A. L.; IERVOLINO, A. P. One decade of evolution of corporate governance practices in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 1, p. 134-161, 2015.
- LEUNG, N. W.; CHENG, M. Corporate governance and firm value: Evidence from Chinese state-controlled listed firms. **China Journal of Accounting Research**, v.6, n. 2, p. 89-112, 2013.
- LIU, Y. et al. Board independence and firm performance in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 30, p. 223-244, 2015.
- LOZANO, M. B.; MARTÍNEZ, B.; PINDADO, J. Corporate governance, ownership and firm value: drivers of ownership as a good corporate governance mechanism. **International Business Review**, v. 25, n. 6, p. 1333-1343, 2016.
- MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing: foco na decisão**. 3. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.
- MARANHÃO, F. S.; FONSECA, M. W.; FREGA, J. R. Governança corporativa e desempenho das empresas diante da crise econômica global de 2008: uma análise de dados em painel. **Revista de Administração da UFSM**, v. 9, n. 2, p. 293-311, 2016.
- MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- MBO, M.; ADJASI, C. Drivers of organizational performance in state owned enterprises. **International Journal of Productivity and Performance Management**, v. 66, n. 3, p. 405-423, 2017.
- MENOZZI, A.; URTIAGA, M. G.; VANNONI, D. Board composition, political connections, and performance in state-owned enterprises. **Industrial and Corporate Change**, v. 21, n. 3, p. 671-698, 2012.

- MELO, R. S. et al. A contribuição da governança corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. **REGE - Revista de Gestão**, v. 20, n. 1, p. 79-92, 2013.
- MEYER, J. W.; ROWAN, B. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. **American Journal of Sociology**, v. 83, n. 2, p. 340-363, 1977.
- MIRANDA, R. A.; AMARAL, H. F. Governança corporativa e gestão socialmente responsável em empresas estatais. **Revista de Administração Pública**, v. 45, n. 4, p. 1069-1094, 2011.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review** v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- _____. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963
- MOE, T. M. The New Economics of Organization. **American Journal of Political Science**, v. 28, n. 4, p. 739-777, 1984.
- MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E.; GARCIA, F. G. Dividendos, informação assimétrica e conflito de agência: comparação entre o novo e o mercado tradicional. **Pensamento e Realidade**, v. 24, n. 2, p. 125-148, 2009.
- MURPHY, G. B.; TRAILER, J. W.; HILL, R. C. Measuring performance in entrepreneurship research. **Journal of Business Research**, v. 36, n. 1, p. 15-23, 1996.
- MUSSACHIO, A; LAZZARINI, S. G. **Reinventando o capitalismo de Estado: o leviatã nos negócios: Brasil e outros países**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2015.
- MUSSACHIO, A.; LAZZARINI, S. G.; AGUILERA, R. V. New varieties of state capitalism: strategic and governance implications. **The Academy of Management Perspectives**, vol. 29, n. 1, p. 115-131, 2015.
- OECD. **G20/OECD Principles of corporate governance**. Paris: OECD Publishing, 2015a.
- _____. **OECD Guidelines on corporate-governance of state-owned enterprises**. 2nd ed. Paris: OECD Publishing, 2015b.
- PARK, H. M. **Practical guides to panel data modeling: a step-by-step analysis using Stata**. 2011. Tutorial Working Paper. Graduate School of International Relations, International University of Japan. Disponível em: <https://www.iuj.ac.jp/faculty/kucc625/method/panel/panel_iuj.pdf>. Acesso em: 18 nov. 2018.

- POLLITT, M. G.; JONES, I. Understanding how issues in corporate governance develop: Cadbury Report to Higgs review. **Corporate Governance: An International Review**, v. 12, n. 2, p. 162-171, 2004.
- RHODES, R. A. W. The new governance: governing without a government. **Political Studies**, v. 44, n. 4, p. 652-667, 1996.
- ROODMAN, D. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. **The Stata Journal**, v. 9, n. 1, p. 86-136, 2009a.
- _____. A note on the theme of too many instruments. **Oxford Bulletin of Economics And Statistics**, v. 71, n. 1, p. 135-158, 2009b.
- ROSE, C. Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. **European Management Journal**, v. 34, n. 3, p. 202-222, 2016.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. **Administração Financeira**. 9. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2013.
- SANTOS, R. B. **A prática da gestão de riscos financeiros e geração de valor ao acionista: um estudo das empresas brasileiras não financeiras**. 2016. 128 f. Dissertação de Mestrado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.
- SEST – SECRETARIA DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS. **Boletim das empresas estatais federais**, n. 7, 2018a. Disponível em: <<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/publicacoes>>. Acesso em: 17 dez. 2018.
- _____. **Revista das Estatais**. 4a ed. Brasília: MP, 2018b.
- _____. **Indicador de Governança IG-SEST - Regulamento**. 2018c. Disponível em: <<http://www.planejamento.gov.br/empresas-estatais-igsest/regulamento-ig-sest-3o-ciclo-versao-final.pdf>>. Acesso em: 12 nov. 2018.
- SHAWTARI, F. A. et al. Board characteristics and real performance in Malaysian state-owned enterprises (SOEs). **International Journal of Productivity and Performance Management**, v. 66, n. 8, p. 1064-1086, 2017.
- SHI, H.; XU, H.; ZHANG, X. Do politically connected independent directors create or destroy value?. **Journal of Business Research**, v. 83, p. 82-96, 2018.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Politicians and firms. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 109, n. 4, p. 995-1025, 1994.

_____. . A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 738-783, 1997.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**. v. 3, n. 1, p. 1-18. 2005.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250f. Tese de Doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

_____. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, A. M. et al. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração**, v. 44, n. 3, p. 173-189, 2009.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: IV Encontro Brasileiro de Finanças. **Anais...** Rio de Janeiro, 2004.

_____. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2005.

SILVEIRA, A. M; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

SIMPSON, S. N. Y. Boards and governance of state-owned enterprises. **Corporate Governance**, v. 14, n. 2, p. 238-251, 2014.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. A governança corporativa influencia a eficiência das empresas brasileiras?. **Revista de Contabilidade e Finanças - USP**, v.25, n. 65, p. 145-160, 2014.

STEVENSON, W. J.; **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harbra, 2001.

SUBRAMANIAN, S. Corporate governance, institutional ownership and firm performance in Indian state-owned enterprises. **Asia-Pacific Journal of Management, Research and Innovation**, v. 11, n. 2, p. 117-127, 2015.

TELLES, R. A efetividade da “matriz de amarração” de Mazzon nas pesquisas em Administração. **Revista de Administração - USP**, v. 36, n. 4, p. 64-72, 2001.

- TONG, S.; JUNARSIN, E.; LI, C. A comparative study of Chinese SOE firm's boards and private firm's boards. **Annals of Economics and Finance**, v. 16, n. 2, p. 291-314, 2015.
- TONINELLI, P. A. The rise and fall of public enterprise: the framework. In: TONINELLI, P. A. **The rise and fall of public enterprise**. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.
- TRICKER, R. I. **Corporate governance: principles, policies and practices**. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2015.
- VILHENA, F. A. C.; CAMARGOS, M. A. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. **REGE - Revista de Gestão**, v. 22, n. 1, p. 77-96, 2015.
- VITHESSONTHI, C.; TONGURAI, J. The effect of firm size on the leverage–performance relationship during the financial crisis of 2007–2009. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 29, p. 1-29, 2015.
- WILLIAMSON, O. E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. **The Journal of Law & Economics**, v. 22, n. 2, p. 233-261, 1979.
- _____. Corporate finance and corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 3, p. 567-591, 1988.
- _____. The theory of the firm as governance structure: from choice to contract. **Journal of Economic Perspectives**, v. 16, n. 3, p. 171-195, 2002.
- WINTOKI, M. B.; LINCK, J. S.; NETTER, J. M. Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 105, n. 3, p. 581-606, 2012.
- WONG, S. C. Y. Improving corporate governance in SOEs: an integrated approach. **Corporate Governance International**, v. 7, n. 2, p. 5-15, 2004.
- ZYLBERSZTAJN, D. **Estruturas de governança e coordenação do agribusiness: uma aplicação da nova economia das instituições**. 1995. 241 f. Tese de Livre Docência – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1995.

APÊNDICES

APÊNDICE A. Pontuação das empresas no IGOV no período 2002-2017

Empresa	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Banco da Amazônia	10	10	12	13	14	14	14	16	16	17	17	19	20	20	20	21
Banco do Brasil	15	16	20	20	22	23	23	24	24	24	24	24	24	24	24	24
Banco do Estado do Sergipe	5	6	9	9	9	11	12	13	16	16	16	16	16	16	16	16
Banco do Estado do Rio Grande do Sul	5	5	6	7	10	16	17	18	19	19	19	19	19	19	19	20
Banco do Nordeste	7	8	9	9	10	10	11	12	15	16	16	17	19	19	19	20
Banco do Estado do Espírito Santo	6	6	7	7	9	13	13	15	18	18	18	18	18	18	16	18
BB Seguridade	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	24	24	24	24	24
Banco de Brasília	4	4	5	6	6	6	6	8	10	11	10	18	17	17	18	19
Eletrobrás	9	9	10	10	11	12	14	15	17	17	18	18	18	18	18	20
Centrais Elétricas de Santa Catarina	6	8	7	10	15	16	17	17	18	18	18	18	18	18	18	18
Cia Energética de São Paulo	8	7	8	8	12	12	13	15	17	18	18	18	17	17	18	19
Cia Catarinense de Águas e Saneamento	6	6	6	6	6	6	6	7	8	9	9	11	11	12	12	12
Cia Energética de Brasília	4	4	4	4	8	8	8	9	10	10	11	11	11	9	11	11
Cia Energética de Minas Gerais	10	12	13	13	14	13	14	15	17	19	18	18	18	18	18	18
Cia Estadual Ger. Trans. Energ. Elet.- GT	8	8	8	8	10	11	11	13	15	16	17	17	17	17	17	17
Cia Paranaense de Energia	13	16	15	18	17	19	19	19	19	19	19	18	18	18	18	20
Cia Saneamento Básico Estado de São Paulo	12	14	16	19	22	22	21	21	22	22	22	22	22	22	22	22
Cia Saneamento de Minas Gerais	N/A	N/A	N/A	N/A	17	18	18	20	21	21	21	21	21	21	21	21
Cia Saneamento do Paraná	11	10	10	10	10	10	10	12	12	12	12	13	15	16	17	20
Empresa Metrop. Águas Energia	6	6	7	7	6	6	6	7	10	11	13	13	12	13	13	16
Petrobras	14	15	15	16	18	17	18	19	18	19	19	19	19	19	20	21
São Paulo Turismo	6	7	7	7	7	7	7	11	11	11	12	12	12	12	12	12

APÊNDICE B. Percentual de respostas positivas no IGOV (2002-2017)

Item	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	30,00%	35,00%	45,00%	45,00%	57,14%	66,67%	66,67%	71,43%	80,95%	80,95%	80,95%	90,91%	90,91%	90,91%	86,36%	86,36%
2	15,00%	15,00%	30,00%	30,00%	42,86%	52,38%	61,90%	61,90%	66,67%	66,67%	71,43%	72,73%	72,73%	72,73%	72,73%	77,27%
3	20,00%	20,00%	30,00%	35,00%	52,38%	61,90%	61,90%	66,67%	71,43%	71,43%	71,43%	81,82%	81,82%	81,82%	81,82%	81,82%
4	10,00%	10,00%	15,00%	25,00%	38,10%	42,86%	47,62%	47,62%	47,62%	47,62%	47,62%	54,55%	54,55%	54,55%	54,55%	59,09%
5	35,00%	35,00%	45,00%	45,00%	61,90%	71,43%	71,43%	71,43%	76,19%	85,71%	90,48%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
6	15,00%	30,00%	30,00%	30,00%	38,10%	52,38%	61,90%	71,43%	76,19%	76,19%	80,95%	86,36%	81,82%	81,82%	81,82%	81,82%
7	10,00%	10,00%	10,00%	15,00%	9,52%	14,29%	19,05%	95,24%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
8	35,00%	30,00%	30,00%	30,00%	28,57%	28,57%	28,57%	47,62%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
9	5,00%	15,00%	10,00%	10,00%	9,52%	4,76%	14,29%	19,05%	14,29%	14,29%	14,29%	22,73%	22,73%	22,73%	22,73%	22,73%
10	0,00%	5,00%	0,00%	5,00%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%	9,52%	4,76%	4,55%	4,55%	4,55%	4,55%	4,55%
11	65,00%	80,00%	85,00%	90,00%	85,71%	90,48%	90,48%	90,48%	90,48%	90,48%	90,48%	86,36%	86,36%	86,36%	90,91%	90,91%
12	80,00%	80,00%	75,00%	75,00%	80,95%	80,95%	76,19%	76,19%	80,95%	90,48%	90,48%	90,91%	86,36%	86,36%	86,36%	90,91%
13	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,48%	95,24%	95,24%	95,24%	95,24%	95,24%	95,24%	95,45%	90,91%	90,91%	95,45%	95,45%
14	5,00%	0,00%	5,00%	15,00%	33,33%	38,10%	38,10%	38,10%	38,10%	38,10%	38,10%	45,45%	50,00%	50,00%	54,55%	68,18%
15	75,00%	75,00%	75,00%	75,00%	76,19%	76,19%	76,19%	76,19%	76,19%	76,19%	76,19%	77,27%	77,27%	77,27%	77,27%	95,45%
16	55,00%	60,00%	60,00%	60,00%	71,43%	76,19%	76,19%	80,95%	80,95%	85,71%	85,71%	86,36%	90,91%	90,91%	90,91%	100,00%
17	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	4,76%	9,52%	9,52%	14,29%	14,29%	28,57%	33,33%	36,36%	36,36%	36,36%	40,91%	40,91%
18	25,00%	20,00%	20,00%	20,00%	19,05%	19,05%	19,05%	19,05%	19,05%	19,05%	19,05%	22,73%	27,27%	27,27%	27,27%	27,27%
19	70,00%	70,00%	70,00%	65,00%	71,43%	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%	68,18%	63,64%	63,64%	63,64%	63,64%
20	40,00%	40,00%	45,00%	45,00%	47,62%	52,38%	52,38%	52,38%	52,38%	52,38%	52,38%	54,55%	59,09%	59,09%	59,09%	63,64%
21	10,00%	15,00%	15,00%	20,00%	33,33%	33,33%	38,10%	38,10%	38,10%	38,10%	38,10%	40,91%	45,45%	45,45%	45,45%	50,00%
22	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
23	5,00%	15,00%	25,00%	25,00%	23,81%	23,81%	23,81%	23,81%	28,57%	33,33%	33,33%	36,36%	36,36%	36,36%	40,91%	54,55%
24	10,00%	10,00%	25,00%	30,00%	42,86%	42,86%	42,86%	42,86%	80,95%	80,95%	80,95%	86,36%	86,36%	86,36%	86,36%	86,36%
25	15,00%	20,00%	30,00%	50,00%	66,67%	66,67%	66,67%	71,43%	71,43%	71,43%	76,19%	77,27%	81,82%	86,36%	86,36%	90,91%