

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

**Alison Geovani Schwingel Franck**

**PROPRIEDADE ESTATAL E GOVERNANÇA**

Santa Maria, RS  
2019

**Alison Geovani Schwingel Franck**

**PROPRIEDADE ESTATAL E GOVERNANÇA**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em economia, controle e finanças, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para obtenção do título de **Mestre em Administração**.

Orientador: Prof. Dr. Igor Bernardi Souza

Santa Maria, RS

2019

Franck, Alison Geovani Schwingel  
Propriedade estatal e governança / Alison Geovani  
Schwingel Franck.- 2019.  
69 p.; 30 cm

Orientador: Igor Bernardi Souza  
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa  
Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de  
Pós-Graduação em Administração, RS, 2019

1. governança corporativa 2. propriedade do estado 3.  
Índice de Governança Corporativa (IGC) I. Souza, Igor  
Bernardi II. Título.

**Alison Geovani Schwingel Franck**

**PROPRIEDADE ESTATAL E GOVERNANÇA**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em economia, controle e finanças, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para obtenção do título de **Mestre em Administração**.

**Aprovado em 08 de março de 2019:**

---

**Igor Bernardi Souza, Dr. (UFSM)**  
(Presidente/Orientador)

---

**Bruno Milani, Dr. (IFFar)**

---

**Luiz Henrique Figueira Marquezan, Dr. (UFSM)**

Santa Maria, RS  
2019

## RESUMO

### PROPRIEDADE ESTATAL E GOVERNANÇA

AUTOR: Alison Geovani Schwingel Franck

ORIENTADOR: Igor Bernardi Sonza

**Resumo:** Assim como em outros países, no Brasil, a presença do estado como acionista em empresas impõe desafios do ponto de vista da governança corporativa. No país, a participação direta do estado em empresas de capital aberto se concentra nos setores de energia (geração e distribuição), transporte e bancos. Como esta participação afeta a governança destas empresas? Este estudo buscou averiguar o efeito da propriedade do estado sobre a governança corporativa, utilizando os dados de uma amostra de empresas públicas brasileiras entre os anos de 2010 e 2016. Um índice de governança foi criado para as empresas da amostra. Os dados foram obtidos a partir dos relatórios da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A metodologia estatística adotada para a análise principal foi a análise de regressão (modelo GMM), enquanto que uma análise secundária de robustez foi feita por meio de uma regressão OLS. Como principal descoberta, verifica-se que a presença do estado como acionista tem um efeito negativo sobre o Índice de Governança Corporativa (IGC) das empresas públicas, ou seja, a propriedade estatal está associada a uma menor qualidade de governança. Entretanto, controversamente, a propriedade do estado aumenta a probabilidade de que as empresas sejam listadas em segmentos diferenciados de listagem (Novo mercado, Nível 1 e Nível 2) da B3, segmentos que servem como atestado de qualidade de governança de tais empresas.

**Palavras-chave:** governança corporativa; propriedade do estado; Índice de Governança Corporativa (IGC).

## ABSTRACT

### STATE OWNERSHIP AND GOVERNANCE

AUTHOR: ALISON GEOVANI SCHWINGEL FRANCK

ADVISOR: IGOR BERNARDI SONZA

**Abstract:** As in other countries, in Brazil, the presence of the state as a shareholder in companies entails challenges from the corporate governance perspective. In the country, the direct participation of the state in public companies is concentrated in the sectors of energy (generation and distribution), transport and banks. How does this participation affect the governance of these companies? This study sought to investigate the effect of state ownership on corporate governance, using data from a sample of Brazilian public companies between 2010 and 2016. A governance index was created for the companies in the sample. The data were obtained from the reports of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). The statistical methodology adopted for the main analysis was a regression analysis (GMM model), whereas a secondary robustness analysis was carried out by way of an OLS regression. The main finding is that the presence of the state as a shareholder has a negative effect on the Corporate Governance Index (IGC) of public companies, in other words, state ownership is associated with a lower quality of governance. However, controversially, state ownership increases companies' probability of being listed in differentiated listing segments (Novo Mercado, Nível 1 and Nível 2 of B3), segments that serve as a governance quality certification for those companies.

**Keywords:** corporate governance; state ownership; Corporate Governance Index (IGC).

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Variáveis: principais formulações.....	31
Quadro 1 – Variáveis: principais formulações.....	32

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Dimensões de governança corporativa.....	30
Tabela 2 – Estatísticas.....	38
Tabela 3 – Estatísticas.....	41
Tabela 4 – Análise de correlação.....	43
Tabela 5 – Análise de multicolinearidade.....	44
Tabela 6 – ECG e governança.....	46
Tabela 7 – Regressão logit – ECG e segmentos diferenciados.....	51



## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	8
1.1 PROBLEMÁTICA.....	10
1.2 OBJETIVOS .....	11
<b>1.2.1 Objetivo geral</b> .....	12
<b>1.2.2 Objetivos específicos</b> .....	12
1.3 JUSTIFICATIVA.....	12
1.4 ESTRUTURA.....	13
<b>2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE</b> .....	15
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E NO MUNDO .....	15
2.2 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE: IDENTIDADE E CONCENTRAÇÃO .	20
2.2.1 Empresas com controle totalmente privado versus empresas com controle estatal .....	23
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	29
3.1 FONTE DE DADOS E AMOSTRA .....	29
3.2 ABORDAGEM, OBJETIVOS E MÉTODO. ....	29
3.3 VARIÁVEIS DEFINIDAS E ANÁLISE DOS DADOS .....	30
<b>3.3.1 Composição do índice de governança corporativa</b> .....	30
<b>3.3.2 Variáveis do modelo</b> .....	32
<b>3.3.3 Análise dos dados</b> .....	33
<b>4. ANÁLISE DOS RESULTADOS</b> .....	36
4.1 CORRELAÇÃO E ESTATÍSTICA DESCRITIVA .....	36
4.2 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE CONTROLE ESTATAL NA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	46
4.3 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DO CONTROLE ESTATAL SOBRE A ADESÃO AOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA.....	50
<b>5. CONCLUSÕES</b> .....	57
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	59

## 1. INTRODUÇÃO

Os escândalos de corrupção envolvendo empresas chamam a atenção para problemas em torno do sistema de governança corporativa do país. Como a corrupção é mantida a partir do sigilo das informações, dos atos ilícitos e da assimetria de informação, a legitimação de bons mecanismos de governança corporativa (transparência, prestação de contas, igualdade e responsabilidade) tem impacto significativo no combate à corrupção (WU, 2005).

Dentre os aspectos de transparência, responsabilidade e outros, muito tem se falado e escrito sobre o papel da governança nas corporações. Mas o que realmente a governança corporativa é? A governança corporativa engloba mecanismos, tanto internos, quanto externos, adotados por uma empresa para dirigir e controlar suas ações (procedimentos). Em uma aproximação moderna do conceito, Andrade e Rosseti (2014) afirmam que a governança corporativa, em tradução da expressão anglófona “*corporate governance*”, reflete o sistema pelo qual os acionistas administram a sua empresa. Surgiu nos Estados Unidos em virtude da necessidade de os acionistas majoritários terem controle sobre as suas empresas, através da eleição de um Conselho de Administração que teria como papel primordial o de defender os interesses dos acionistas, monitorando e avaliando novos projetos e decisões da diretoria.

Entretanto, o conceito de governança corporativa remonta ao século XX. Pode-se considerar que Berle e Means (1932) foram os pioneiros a abordarem aspectos da governança corporativa ao lançarem a obra “*The Modern Corporation and Private Property*”. Os autores sugeriram a separação entre a administração de uma companhia (controle) em relação a seus donos (para os autores, a participação dos acionistas e o desempenho da firma eram inversamente correlacionados). O aspecto da separação entre controle e propriedade, abordado por Berle e Means (1932) também foi empregado por Jensen e Meckling (1976), que focaram parte de seus estudos no papel da governança. Para Jensen e Meckling (1976), a separação entre controle e propriedade é uma das peças-chave na resolução de problemas de agência enfrentados pelas corporações.

Neste aspecto, encontra-se como um desafio para a governança corporativa a busca por maximizar o valor da empresa, aumentando o retorno para todos os acionistas, mas tendo que aliar esforços para minimizar os potenciais conflitos de interesse que envolvem os inúmeros agentes. Os últimos anos do século XX e primeiros anos do século XXI mostram que as posições dos agentes nessa discussão sofreram vieses de desempenho das economias nacionais. A última forte crise que atingiu diversos países, mais fortemente os Estados Unidos e a Europa, expôs a fragilidade dos mecanismos de monitoramento interno para controlar o ímpeto dos

administradores em elevar o nível de alavancagem financeira. Desta forma, aprimorar os sistemas de monitoramento e reestruturar leis, como a Sarbanes-Oxley (ou SOX), foram mecanismos criados com o intuito de propor limites às ações de executivos-administradores, após os escândalos corporativos ocorridos, como nos casos da Enron, Parmalat e Worldcom (SILVA, 2006).

A lei Sarbanes-Oxley, com sua força regulatória, foi um marco a nível mundial. Redigida com o objetivo de evitar o esvaziamento dos investimentos financeiros e fuga dos investidores, causada pela aparente insegurança a respeito da governança adequada das empresas, seu conjunto buscou garantir a criação de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis nas empresas, incluindo ainda regras para criação de comitês e comissões encarregadas de supervisionar suas atividades e operações de modo a mitigar riscos aos negócios, evitar a ocorrência de fraudes ou ter meios de identificar quando elas ocorrem, garantindo a transparência na gestão das empresas (ZIBORDI, 2007).

Além da SOX, outras práticas confluíram para assegurar a governança em todo o mundo. Entretanto, é de difícil definição postular o que melhor se definiria como “governança corporativa” sem levar em consideração o contexto do país, além de considerar que as práticas (como a regulação da Sarbanes-Oxley, aplicada à realidade americana pelo estado americano) servem apenas para determinada realidade (ANDREADAKIS, 2010). Entretanto, a SOX reitera o papel do estado enquanto agente regulador perante a governança corporativa. De acordo com Matias-Pereira (2010), este papel do estado reafirma a relevância deste ente – de forma sem precedentes – como agente de apoio ao mercado, responsável por mediar, estimular e promover intervenções e regulações.

As discussões em torno do papel do estado, seu tamanho e forma de atuação, e a melhor configuração do aparelho estatal para cumprir esse papel são recorrentes na literatura de diversos campos do conhecimento, particularmente na economia, ciência política e administração pública (FONTES FILHO; PICOLIN, 2010). Entretanto, existe uma lacuna nos estudos sobre a interferência do estado na governança das empresas, que aponta que os déficits de governança e gestão continuam sendo um grande desafio em muitos países. Além disso, há dúvidas sobre quais modelos, mecanismos, ferramentas e processos que autoridades e conselhos estatais das empresas poderiam usar para promover a prestação eficaz, eficiente e sustentável de serviços públicos (GROSSI; PAPENFUß; TREMBLAY, 2015). O contexto da participação estatal em certas empresas exige análises particulares em termos de questões de governança corporativa. Diferenças de missão e objetivos, mensuração de efetividade, possibilidades de

financiamento e diversificação de negócios, condições legais em aspectos como falência e endividamento, características e limitações nas políticas de pessoal e seleção, sucessão e incentivos aos administradores, entre outros, são elementos que reconfiguram o papel dos atores da governança e transformam a relação principal-agente em tais empresas, e que muitas vezes se apresentam de maneira diferente nas empresas privadas. Apesar dessas possíveis diferenças, o paralelo da governança das estatais com o das empresas privadas é útil, pois representa o compartilhamento de conhecimento e aprendizagem, aprofundando o entendimento das diferenças. Assim, as empresas estatais não deixam de ser empresas e, como tais, têm questões típicas de governança corporativa a serem implementadas (FONTES FILHO; ALVES, 2018).

Perante o histórico das estatais brasileiras, e diante de períodos de incerteza, tais empresas podem adotar práticas discrepantes em relação às empresas privadas. De acordo com Lazzarini, Musacchio e Pardengler (2013), a presença do estado como acionista nas empresas brasileiras impõe diversos desafios do ponto de vista da governança corporativa, principalmente em decorrência dos problemas de agência, que podem ser substancialmente amplificados. Musacchio e Lazzarini (2014) destacam questões que ocorrem, particularmente, em empresas estatais como conflitos entre acionistas públicos e privados; eleição de administradores a partir de critérios políticos; e o fato de que, havendo forte influência do governo, é provável que se busquem objetivos outros, além da maximização do valor econômico da empresa. Por exemplo, pode haver pressão para se atingir outras finalidades, tais como elevado emprego e investimento em projetos de interesse do governo, ainda que à custa de menor produtividade e lucro. Dado que os governos se baseiam, essencialmente, em coalizões de interesses, que podem variar quanto à política econômica, e quanto ao grau de intervenção, incertezas sobre o controle e o comportamento de sociedade com participação estatal acabam se tornando um aspecto crítico na visão de analistas e investidores privados.

## 1.1 PROBLEMÁTICA

A propriedade estatal possui problemas de agência exacerbados, os quais vêm à tona através grandes escândalos, como no recente caso brasileiro da Petrobrás. A empresa brasileira controlada pelo estado, listada tanto na bolsa de valores brasileira quanto na de Nova York, foi considerada um modelo internacional de sólida governança corporativa e desempenho, mas enfrentou uma crise de duas frentes: o governo utilizou os preços do petróleo como meio de combate à inflação na última década, mantendo-os significativamente abaixo do preço de mercado internacional (como uma forma de política macroeconômica) e isto resultou em

grandes perdas para a empresa e redução da capacidade de investimento; além disto, a Petrobras está no centro de investigação sobre corrupção (MILHAUPT; PARGENDLER, 2017)

Além dos escândalos, a própria definição (e tratamento legal) do controle estatal levanta questões difíceis no contexto brasileiro. No país, existe a prevalência de investidores institucionais controlados pelo estado (como fundos de pensão das empresas estatais e de participação do BNDES, braço patrimonial do banco de desenvolvimento do Brasil) no mercado de ações brasileiro, bem como o uso generalizado de acordos de acionistas pelos atores estatais, aumentando o espectro intervencionista do governo, mesmo em empresas onde o governo não detém diretamente a maioria do capital votante. Recentemente, iniciativas do setor privado e legislativas surgiram, na tentativa de restaurar a confiança dos investidores e da sociedade nas empresas listadas (servindo também às empresas estatais) como o Novo Mercado, um segmento *premium* de listagem de governança corporativa, promovendo a reforma da governança e atraindo a confiança dos investidores sem mudanças legislativas ou regulamentares (MILHAUPT; PARGENDLER, 2017).

Além disto, no Brasil, sob a lei de acesso a informação (lei 12527/2011) e decreto 7724 que, regulado com base em tal lei, as instituições públicas, incluindo as estatais, são solicitadas que ativamente divulguem uma lista de informações, tais como hierarquia interna e estrutura, seus processos de compras públicas e a agenda das autoridades, entre outros. Esta legislação ainda requer que estatais e outras instituições públicas estabeleçam canais para o recebimento de requisições de informações do público, requisições que devem ser tratadas e respondidas dentro do prazo estabelecido por estas normativas (ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, 2016).

Tomando como base o fato de que o Brasil vem aprimorando as práticas de governança adotadas e de que a participação estatal é um tema recorrente de debate, este estudo versa responder à pergunta: “Como a participação acionária ordinária do estado afeta a governança corporativa das empresas brasileiras negociadas na B3?”

## 1.2 OBJETIVOS

Para melhor descrever os objetivos propostos, essa subseção é dividida em duas partes: (i) Objetivo Geral; e, (ii) Objetivos Específicos.

### **1.2.1 Objetivo Geral**

Baseado nos mecanismos internos de estrutura de propriedade, este estudo tem como principal objetivo o de identificar, para as empresas brasileiras de capital aberto, o impacto da estrutura de controle estatal na sua governança corporativa.

### **1.2.2 Objetivos específicos**

Os objetivos específicos do trabalho são elencados a seguir:

- Aferir a governança das empresas de capital aberto através da criação de um índice de governança;
- Fazer um levantamento das empresas de capital aberto brasileiras que possuem estrutura de controle estatal;
- Identificar de que forma a participação estatal influencia os aspectos de governança das empresas;
- Verificar qual o impacto da estrutura de controle estatal na adesão os segmentos diferenciados da B3 (Novo Mercado, N1 e N2);

### **1.3 JUSTIFICATIVA**

Esta pesquisa contribui para um maior entendimento a respeito dos efeitos da estrutura de propriedade estatal (e concentração de propriedade) sobre a governança corporativa das empresas. Além disto, a eficiência econômica do estado em relação à propriedade privada tem sido objeto de debate entre pesquisadores em diferentes momentos da história ao redor do mundo. Segundo Becht, Bolton e Rosell (2002), a eficiência econômica do estado passou a ser discutida principalmente após a redução no número de estatais ao redor do mundo, quando a governança corporativa tornou-se um tema primordial, principalmente levando em conta as ondas mundiais de privatizações nas últimas décadas, quando se levantou a questão de como as corporações recém-privatizadas devem ser mantidas e controladas, e se desestatização deveras é uma forma de incrementar a governança corporativa.

Amann e Baer (2012) argumentam que, no Brasil, apesar de parecer que houve uma privatização generalizada, o estado ainda está desempenhando um papel substantivo por meio de uma instituição bancária de desenvolvimento estatal conhecida como BNDES. Assim, é raro qualquer grande empresa brasileira financiar a expansão de longo prazo tomando empréstimos

de mercados privados. Neste contexto, vale verificar, comparativamente, se a propriedade de um ente público interfere nos aspectos de governança de uma empresa.

De acordo com Baer, Trebat e Lora (2016), no Brasil, desde 2007, as autoridades têm tentado projetar uma mudança na escala e na qualidade da infraestrutura em uma série de setores estratégicos através do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), com investimentos significativamente elevados em rodovias, ferrovias, energia, transporte aéreo, telecomunicações, habitação, água e saneamento, incluindo mudanças em diversas estatais. No entanto, as ambições adotadas pelo PAC tornaram o Brasil sujeito a restrições significativas do lado da oferta. Na tentativa de remediar as questões em torno do PAC, o PPI (Programa de Parceiros e Investimento) deu um papel significativamente elevado para o capital do setor privado.

Este estudo, ao comparar o papel que o governo tem sobre diversas empresas leva em consideração o interesse de vários *stakeholders*: políticos, funcionários do governo, executivos, sociedade, estudiosos, especialistas e outros. Além disto, gera uma visão geral da governança corporativa do estado, particularmente com foco nas práticas de governança das empresas estatais no Brasil. Como contribuição teórica, gera uma melhor compreensão das razões e motivos para a estrutura de governança corporativa existente de empresas estatais; em outras palavras, ajuda a compreender práticas contemporâneas de governança no Brasil.

Em se tratando de compreender práticas contemporâneas de governança no Brasil, propõe-se a criação de um índice de governança para uma amostra representativa das empresas abertas brasileiras (aquelas que negociam capital na B3). Deste modo, a governança é mensurada a partir de padrões de governança previamente estabelecidos, fundamentados a partir da literatura existente. A partir disso, pode-se verificar o impacto do controle estatal sobre a governança. Além da criação do índice, a verificação do impacto dessa estrutura de controle estatal sobre a governança pode ser feita através da verificação nos níveis diferenciados de práticas de governança, ou seja, se o controle estatal faz com que as empresas façam parte de listagem especial de governança, que, em sua essência, atestam práticas em consonância com os melhores procedimentos.

#### 1.4 ESTRUTURA

Este estudo conta com 5 capítulos, a começar pela Introdução, na qual foram apresentados aspectos introdutórios em relação à empresas estatais e governança; destacou-se

o problema de pesquisa, os objetivos e a justificativa da pesquisa, a relevância que a mesma tem para aprofundar a discussão sobre o tema. Por fim, conclui com um esboço da estrutura da dissertação. No capítulo 2, a Revisão da literatura estabelece os fundamentos teóricos da dissertação, revisando a literatura sobre governança corporativa. Trata de definições e teorias importantes sobre governança corporativa. No capítulo 3, a Metodologia estabelece os aspectos em relação à estrutura da pesquisa, tais como métodos, coleta de dados, especificação do modelo utilizado, abordagem, entre outros. No capítulo 4, a análise dos resultados compreende a análise da estatística descritiva dos dados, bem como com a análise em si. Por fim, no capítulo 5, o capítulo da conclusão finda este trabalho com as considerações finais acerca dos efeitos da estrutura de controle do estado sobre a governança corporativa.



## 2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

A seção da revisão de literatura une a governança corporativa à estrutura de controle. Na subseção 2.1 são discutidas práticas de governança e os mecanismos de controle. A seção 2.2 trata sobre estrutura de propriedade e aspectos da governança em empresas públicas e privadas.

### 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E NO MUNDO

Como estipulado pelo Comitê Cadbury em 1992, a essência de qualquer sistema de governança corporativa deve permitir liberdade suficiente para qualquer companhia crescer e evoluir, mas, ao mesmo tempo, exercer essa liberdade dentro de um quadro de responsabilidade. O relatório Cadbury pode ser considerado o primeiro marco moderno, precedendo o século XXI, lançado na década de 90. Tal relatório baseia-se na prestação de contas responsável e na transparência, levando em conta aspectos como as responsabilidades de conselheiros e executivos na análise e apresentação de informações para os acionistas e outras partes interessadas sobre o desempenho da companhia. Englobava, dentre outros, a frequência, a clareza e a forma como as informações contábeis e seus complementos devem ser apresentados; a constituição e o papel dos conselhos; as responsabilidades dos auditores e a extensão de suas atribuições e as ligações entre acionistas, conselhos e auditores. Tal relatório abriu caminho para que muitos códigos fossem criados em outros países (ANDRADE; ROSSETTI, 2014).

É necessário encontrar o balanço certo entre ser competitivo e permanecer responsável. As práticas de governança corporativa sustentam a confiança, a integridade e a eficiência do mercado, e, portanto, promovem o crescimento econômico e a estabilidade financeira. Em outras palavras, pressupõem uma supervisão rigorosa da administração de uma empresa para que a realização do negócio seja feita com consistência e com a devida consideração aos interesses de todas as partes envolvidas ou afetadas, visando criar as condições para o funcionamento transparente, decente e eficaz da empresa, a melhoria da responsabilização, a prevenção de práticas abusivas e a salvaguarda eficiente do investimento dos acionistas (ANDREADAKIS, 2010). A existência de boas estruturas de governança agrega valor real a uma empresa e aumenta suas perspectivas de maiores realizações. Não é apenas uma questão de colocar restrições à conduta de uma empresa. Trata-se, na verdade, de criar um ambiente de alto padrão de desempenho e uma cultura de princípios éticos (ANDREADAKIS, 2010).

Quanto à conduta e aos princípios éticos, Kusumaningtias et al. (2015), reitera que as crises (como os escândalos corporativos) fazem-se necessários para que as práticas sejam implementadas. As regulamentações só são desenhadas para prevenir repetições de abusos de poder e procedimentos fraudulentos dentro das companhias. Dentre os esforços para que se evitem procedimentos fraudulentos, deve-se tomar especial atenção em relação os executivos das empresas. Os executivos são indivíduos com maior capacidade intelectual, experiência, influência e acesso mais amplo dentro das empresas. Esses aspectos permitem que eles realizem ações fora das rotinas organizacionais normais. Na tomada de decisões, os gestores muitas vezes rompem o sistema por meio de políticas unilaterais, e, assim, verificar as práticas adotadas por estes agentes se faz necessário para evitar procedimentos fraudulentos, que acabam por resultar em escândalos corporativos (KILFOYLE, ET AL., 2013).

Além de tornar claras as práticas adotadas pela empresa, e que os gestores não estão adotando práticas unilaterais, o aumento do reporte financeiro fraudulento entre empresas de capital aberto aumentou as preocupações do público como investidores, auditores, credores e outras stakeholders. De acordo com Razali e Arshad (2014), as fraudes, principalmente através das demonstrações contábeis, são um crime raramente visível. Em muitas ocasiões, os sinais que deveriam ter alertado às partes interessadas sobre os riscos potenciais foram ignorados. De acordo com os autores, os relatórios financeiros fraudulentos são um tipo de fraude com impactos negativos substanciais, perda de confiança do investidor, danos à reputação, multas em potencial e ações criminosas. O colapso das gigantes WorldCom, Enron e Global Crossing se deveu a incidentes de fraude nas demonstrações financeiras. Esses casos de fraude erodiram a confiança em relação aos mercados financeiros, informações financeiras e também à profissão de contabilidade em todo o mundo. Essas falhas corporativas criaram dúvidas nas mentes de várias partes interessadas sobre a credibilidade e confiabilidade do relatório financeiros. Estudos fornecem evidências substanciais sobre a importância de uma estrutura de governança corporativa eficaz na redução da incidência de relatórios financeiros fraudulentos (RAZALI; ARSHAD, 2014).

Neste contexto, Alzoubi e Selamat (2012) argumentam que o conselho de administração é um importante catalisador. Eles argumentam que os membros do conselho são responsáveis em estabelecer metas e estratégias organizacionais, além de alinhá-los com o interesse dos acionistas, levando em consideração o contexto da informação financeira e sendo responsáveis pela transparência e credibilidade das demonstrações. Assim, o conselho de administração

possui o poder final na tomada de decisões, pois eles têm o nível mais alto de controle em uma organização.

Além do conselho de administração, a presença do comitê de auditoria e de outros comitês que salvaguardam os direitos dos acionistas também asseguram os mecanismos de governança corporativa. De acordo com Al-Baidhani (2016), o conselho de administração e seus comitês (incluindo o comitê de auditoria) dependem da administração da organização para executar as operações diárias. As atividades e responsabilidades do comitê de auditoria são supervisionar e monitorar o desempenho financeiro geral da organização, especialmente a preparação de suas demonstrações financeiras (balanço patrimonial, demonstração de resultados, patrimônio líquido, etc.), relatórios financeiros gerenciais tais como relatórios de custos e orçamentos, a eficácia e eficiência do controle interno da organização e o desempenho dos auditores internos e externos.

Assim, o comitê de auditoria opera como um representante do conselho de administração de quem recebe seus poderes para executar suas responsabilidades de governança corporativa, que incluem supervisionar e monitorar os relatórios financeiros da organização, divulgação, auditoria interna e externa, controle interno, conformidade regulatória e gerenciamento de atividades de riscos. Isso se aplica a setores públicos, privados e mistos, bem como a algumas organizações não governamentais e sem fins lucrativos. O comitê de auditoria fornece ao conselho de administração os conselhos e recomendações necessários, que incluem a garantia de que: a respectiva organização esteja em conformidade com os regulamentos relevantes e princípios e padrões éticos; que os auditores internos são independentes e competentes; que as demonstrações financeiras foram preparadas corretamente e com precisão; e que as compensações pagas aos executivos da organização estavam de acordo com a justiça e profissionalismo. Como parte da melhoria da integridade das informações financeiras da organização, um órgão regulador pode exigir que uma empresa pública crie um comitê de auditoria independente (AL-BAIDHANI, 2016).

Além do comitê de auditoria, existem outros comitês que asseguram as práticas de governança, como o comitê de remuneração. De acordo com Chen e Wu (2016), os comitês oferecem três benefícios principais: especialização do conhecimento, eficiência da tarefa e responsabilidade. A natureza do monitoramento e assessoria exigem conhecimentos específicos da empresa, cuja acumulação requer investimento de diretores externos. Os altos custos de aquisição de conhecimento são vantajosos para os diretores se especializarem, e a descentralização por meio de comitês permite a especialização em áreas específicas. Além da

aquisição de conhecimento, os comitês permitem que os conselhos tomem decisões mais eficientes dividindo as tarefas e evitando custos potenciais de coordenação e comunicação de um grande conselho.

Os comitês também podem aumentar a responsabilidade do conselho de duas maneiras. Primeiro, aumentam a responsabilidade de diretores individuais, atribuindo-lhes uma tarefa e responsabilidade específicas. Essa atribuição de tarefas pode separar a contribuição individual do todo, onde pode haver meios de fuga de atribuições, quando se distingue o indivíduo da equipe. Em segundo lugar, os comitês podem tornar o conselho como um todo mais responsável perante os acionistas, separando os diretores externos da administração para determinadas decisões. Os CEOs geralmente têm poder de barganha significativo sobre os conselheiros externos, especialmente quando o CEO tem alta capacidade, o que pode minar a independência de um diretor. No entanto, os comitês do conselho responsáveis pelo monitoramento são quase sempre inteiramente compostos por diretores externos, permitindo que eles sejam isolados da influência do CEO. Estes meios de monitoramento revitalizam as políticas das empresas e fazem com que grandes decisões não sejam tomadas individualmente, evitando, assim, comportamentos unilaterais, como ocorreu com escândalos em grandes corporações, como no da Enron (CHEN; WU, 2016).

Além das decisões unilaterais e dos escândalos, outros motivos para a melhoria nas práticas de governança foram as ondas mundiais de privatizações e *takeovers* em combinação com uma tendência à desregulamentação e integração dos mercados de capitais. A globalização e a integração de mercados em combinação com novas estruturas de propriedade criam novos desafios para os reguladores. Os fundamentos e objetivos das regulamentações parecem mudar rapidamente, de modo que devam ser aprimorados com frequência. Além disso, a concorrência global, não apenas entre os mercados de capitais, mas também no mercado de produtos, tem sido impulsionada por rápidas mudanças tecnológicas e inovações. As empresas são forçadas a se concentrar em maximizar a eficiência dos ativos e o valor para os acionistas, na tentativa de acessar fundos e aumentar suas oportunidades. Como resultado, a governança corporativa tem sido destacada como uma das questões mais recorrentes, tanto no contexto legal quanto no financeiro (BRADLEY, 1999).

Em suma, os escândalos, os *takeovers*, as privatizações e mesma a desregulamentação, fazem da governança corporativa um campo dinâmico de estudo com amplas implicações sociais e econômicas. Países devem ter como prioridade minimizar o risco de ter mais e mais empresas à beira do colapso devido à má governança. O reconhecimento de que as boas práticas

de governança corporativa deve se tornar uma prioridade irá iniciar um processo de constante aprimoramento, pois ajudará a elevar os padrões e tornar as estruturas existentes mais eficazes. A governança corporativa moderna é essencialmente sobre promover a justiça corporativa, a transparência e a responsabilidade, não apenas sobre ser lucrativo a qualquer custo (BREWER III; HUNTER; JACKSON III, 2003).

O aspecto das privatizações, do *takeover*, e mesmo da desregulamentação chama atenção para o papel do estado como elemento disciplinante: a política estatal deve envolver o desenvolvimento de um ambiente legal, incluindo um mecanismo eficiente de aplicação da lei, como leis em relação aos direitos dos acionistas minoritários, registros independentes de ações, padrões de divulgação e outros assuntos corporativos. Quando o sistema legal é fraco, tal sistema pode ser substituído por mecanismos privados de cumprimento de acordos e resolução de litígios, que muitas vezes não estão na lei, incluindo o crime organizado, como acontece na Rússia. Em conjunto com padrões contábeis deficientes e relatórios de desempenho fictícios, essa falta de mecanismos poderosos de imposição da lei enfraquece muito a governança corporativa por meio da ameaça de *takeover*. Os governos não devem simplesmente copiar as leis corporativas das economias ocidentais desenvolvidas (as quais são modelos de governança corporativa e lidam com instituições econômicas, legais e governamentais altamente desenvolvidas). As leis corporativas devem ser adaptadas às instituições já existentes, encorajando o desenvolvimento de instituições faltantes e limitando a influência das instituições existentes (FILATOTCHEV, 1997).

Quanto ao ambiente legal brasileiro e à presença do estado, em sua forma atual, o envolvimento do estado na governança corporativa brasileira depende de uma combinação entre as empresas estatais tradicionais controladas pelo governo e as posições formalmente minoritárias dos investidores institucionais controlados pelo estado (pessoas jurídicas, empresas e outras instituições controladas pelo estado). Do ponto de vista legal, esses diferentes instrumentos refletem uma troca entre o controle corporativo e os controles legais compensatórios. A posse majoritária confere maior controle corporativo, mas à custa de um regime legal mais rigoroso moldado pela lei pública. A associação entre o uso crescente de um regime jurídico privado e a redução da quantidade de informações disponíveis para o público é, no entanto, preocupante. Grande exemplo disto é o BNDES, que mantém suas negociações de modo não claro ao público (PARGENDLER, 2014).

De acordo com Fontes Filho e Alves (2018), diante do ambiente legal brasileiro, enquanto que, por um lado, o maior controle sobre as empresas com propriedade estatal é

assumido por diversos poderes (como o Tribunal de Contas da União, entidade ligada ao Poder Legislativo<sup>1</sup>, mecanismo de controle externo com poder e competência adequados para supervisionar a empresa estatal, e é um mecanismo de controle que não está disponível para empresas privadas) por outro lado, poucos mecanismos oferecem proteção quanto aos problemas de agência e o país possui um judiciário fraco e direitos de investidor mais fracos do que a média dos outros países do BRICS (eixo de países emergentes). A lei brasileira permite muitos recursos, de modo que até casos muito triviais acabam em tribunais superiores com enormes atrasos.

Além da lei e da conjuntura do país, Lazzarini *et al.* (2015) apontam que, a utilização de empresas estatais para alcançar objetivos políticos, a utilização como mecanismo de transferência de subsídios e oportunidades de negócios para grupos privados, a falta de transparência e falta de acesso a dados confiáveis e clareza sobre os objetivos perseguidos pelas estatais, a falta de controle sobre o desempenho das empresas estatais que atingem seus objetivos, e particularmente no Brasil, os problemas de corrupção, evidenciam a urgência do tema e quanto progresso ainda precisa ser feito, evidenciando a necessidade de melhores mecanismos de governança, principalmente, através da transparência.

## 2.2 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE: IDENTIDADE E CONCENTRAÇÃO

Nas últimas décadas, um número crescente de artigos abordou a inter-relação entre a estrutura de propriedade e o controle corporativo, relacionando tais aspectos às decisões de finanças corporativas e o valor da empresa. Grande parte dessa literatura mostrou a relevância tanto da estrutura de propriedade quanto da estrutura de controle para a criação de valor, devido à separação entre propriedade e controle corporativo, os problemas de informação assimétrica e os conflitos de interesses entre as partes interessadas (JENSEN e MECKLING, 1976; SHLEIFER e VISHNY, 1997).

De acordo com Holderness (2003), o modelo-fonte de separação entre controle e propriedade é visto no contexto norte-americano. De acordo com o autor, o pensamento clássico que induziu o debate sobre a estrutura de propriedade nas corporações norte-americanas argumenta que a revolução industrial, através das transformações tecnológicas, transformou as

---

<sup>1</sup> Como dispõe a Lei 13.030 / 2016: Art. 85. Os órgãos de controle externo e interno das 3 (três) esferas de governo fiscalizarão as empresas estatais e mistas relacionadas a cada uma das esferas, inclusive aquelas domiciliadas no exterior, conforme o caso à legitimidade, custo-efetividade e efetividade da aplicação de seus recursos, do ponto de vista contábil, financeiro, operacional e patrimonial

pequenas firmas, nas quais o proprietário também era o gestor, em complexas organizações, de modo que nenhum indivíduo, família ou grupo de gestores possuam propriedade suficiente para exercer o controle. Como resultado as empresas se depararam com a dissolução da unicidade da antiga estrutura em dois componentes: propriedade e controle.

Assim, na visão tradicional, a separação entre propriedade e controle, é provocada pela pulverização do capital: enquanto os direitos residuais relacionados à propriedade do capital permanecem com os acionistas, a tomada de decisão e, portanto, o controle, fica a cargo dos gestores da empresa. Entretanto, em diversas empresas o gerente também possui parte da propriedade, ou seja, possui ações das mesmas. Nesses casos, a propriedade e o controle passam a se confundir, pelo menos parcialmente. Isso traz consequências importantes para o quadro que se delineia em termos de governança das empresas, pois influencia fortemente os incentivos para determinadas ações gerenciais, alterando a relação de agência (CARRACEDO, 2010).

Carracedo (2010) argumenta que, embora tradicionalmente um acionista seja controlador quando possuir 50% mais uma ação do capital da companhia, existem situações em que um indivíduo ou empresa que detenha um percentual menor que este também poderá deter o controle de uma companhia, tendo o poder de determinar o gestor. A existência e a manutenção do controle acionário por um grupo definido de acionistas nas empresas brasileiras podem ser atingidas através da posse de ações ordinárias na proporção de apenas 1/6 (16,67%) do total das ações emitidas, ordinárias e preferenciais, quando o limite máximo de ações não votantes for 2/3 do número total, conforme a Lei 6.404/76 prevê. Assim, o acionista, ou grupo, que possuir a sexta parte do total das ações (metade mais uma das ações ordinárias) manterá o controle da empresa. Por isso, as principais diferenças entre as ações ordinárias (ON) e as ações preferenciais (PN) são, no mercado brasileiro, que as ações ordinárias dão ao seu portador direito a voto na empresa, sendo que os controladores da empresa têm que ter, no mínimo, 50% mais uma ação ordinária.

Peixoto e Buccini (2013), ao argumentarem sobre a lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações), reiteram que as empresas de capital aberto brasileiras podem optar por emitir novas ações até certo limite sem que os acionistas controladores percam o controle, sendo, assim, uma maneira de separar propriedade e controle. Os grandes acionistas parecem utilizar esse mecanismo para manter o controle da companhia sem ter de possuir 50% do capital total da empresa, alavancando sua posição na mesma. Os autores reafirmam que a lei citada permitia que as companhias emitissem ações sem direito a voto (ações preferenciais) em uma proporção de até dois terços do total das ações. Dessa maneira, o patamar mínimo para que os acionistas

controladores mantivessem o controle da empresa era de 16,3% do capital total. Entretanto, para os autores, com a revogação desta lei em 2001 e com a aprovação da Lei nº 10.303/2001, que mudou a proporção máxima de ações ordinárias e preferenciais de dois terços para 50%, houve alterações no controle das empresas, implicando que o controle poderia ser mantido com um mínimo 25,5% do capital total. Essa mudança foi aplicável para novas companhias de capital aberto constituídas a partir de então, bem como para as empresas fechadas que optassem por abrir seu capital. Entretanto, a regra antiga permaneceu válida para empresas de capital aberto constituídas antes da nova Lei (PEIXOTO; BUCCINI, 2013).

Assim, pode-se considerar que no Brasil a estrutura de propriedade e controle das empresas é marcada por sua alta concentração, alcançada através de pirâmides corporativas, participações cruzadas, acordos de acionistas e ações sem direito a voto (GORGA, 2008). Permanecendo concentradas, mesmo com mudanças nas leis, as estruturas de controle no Brasil, de acordo com Caixe e Krauter (2013), fazem com que o poder de monitoramento implique em conflitos de interesse entre donos e administradores, especialmente em relação às prováveis consequências que tais conflitos possam gerar para o desempenho da empresa.

A teoria da agência abarca este aspecto. Essa teoria baseia-se em premissas como a ausência de contratos completos e o oportunismo de agentes econômicos para justificar o surgimento de custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Esses custos surgem de tentativas do acionista (o principal) de monitorar as atividades do diretor (o agente) e criar incentivos contratuais para ele, bem como de certas práticas do gestor para se beneficiar dos interesses dos acionistas, com foco no curto prazo, *insider trading* e resistência a ações que são benéficas para os acionistas, incluindo liquidações, divisões e fusões (JENSEN; MECKLING, 1976; STULZ, 1988). Além da ausência de contratos completos e oportunismo dos agentes econômicos, no Brasil, a estrutura de propriedade concentrada (peculiaridade não exclusiva do país) faz com que floresçam conflitos de agência entre gerentes e acionistas (CLAESSENS et al.; 2002).

Além da concentração, outra característica das estruturas de propriedade e controle das empresas brasileiras que é reflexo da origem legal do país é a baixa proteção legal (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Em países com mercados de capitais menos desenvolvidos, como no Brasil, a proteção legal aos investidores tende a ser pior. Esta característica é observada não só no país, mas também nos outros países com sistemas legais baseados no *civil law* (lei civil). A menor proteção legal aos investidores também facilita à concentração de propriedade entre poucos



investidores, e a concentração gera expropriação de acionistas minoritários (VIEIRA; MARTINS, 2018).

EUA, Alemanha, Reino Unido e Japão seriam países que possuem sistemas de governança corporativa que efetivamente coibiriam a expropriação dos direitos dos acionistas e a concentração de propriedade (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Esses quatro países são bem-sucedidos em governança corporativa devido à sua forma de estrutura de propriedade e proteção legal dos investidores. Por outro lado, países que falham em mecanismos de governança corporativa são caracterizados por baixo nível de proteção legal e alta concentração de propriedade. Como exemplos desse caso: Itália, países da América Latina (incluindo o Brasil), Rússia e Índia (PEIXOTO; BUCCINI, 2013). Nestes países, mesmo que a empresa investida apresente baixo desempenho em razão destas circunstâncias, os acionistas controladores teriam incentivos para manter uma equipe de administração que se encarregue de executar operações do seu interesse, mesmo a expensas da riqueza dos outros *stakeholders* (VIEIRA; MARTINS, 2018).

Junto com a estrutura de propriedade, a estrutura de controle relacionada à governança corporativa forma uma literatura que indica que, principalmente em países com alta concentração acionária, com baixa proteção ao investidor, a estrutura de propriedade e controle é um importante mecanismo de controle da governança corporativa, com efeitos na valorização e desempenho das empresas. Levar em consideração a estrutura de propriedade e controle deve ser foco na governança corporativa nas empresas, partindo do pressuposto de que a responsabilidade dos administradores como executivos em uma empresa é a de gerar riqueza ou de forma mais difundida, a de criar valor para os acionistas (OKIMURA, 2003).

### 2.2.1 Empresas com controle totalmente privado versus empresas com controle estatal

As estruturas de propriedade de empresas estatais e privadas possuem singularidades: uma empresa privada (em contraste com a empresa estatal) é aquela companhia que mantém apenas investidores privados, donos e acionistas, e cuja missão é a maximização do lucro, ao contrário da maximização do bem-estar social (JIANG; WANG, 2017). Por sua vez, em sua concepção, empresas estatais são pessoas jurídicas de direito privado, organizadas, em sua maioria, sob a forma de sociedades de capital por ações e de empresas públicas. Encontram-se, ainda, entre as subsidiárias e controladas dessas empresas, sociedades civis ou por cotas de responsabilidade limitada (MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, DESENVOLVIMENTO E GESTÃO, 2015). Nas empresas estatais, a presença do estado como acionista-proprietário

impõe desafios do ponto de vista da governança corporativa. A estrutura de propriedade estatal traz à tona problemas de agência mais exacerbados, revelando questões como a de que se houver influência do governo, é provável que instituições busquem objetivos outros além da maximização do valor econômico da empresa.

No Brasil, o debate acerca da privatização e da eficiência do estado toma corpo. No Brasil, assim como em outros países, o governo é acionista em muitas companhias. De acordo com Musacchio e Lazzarini (2014), o Brasil é um bom laboratório para estudar empresas com participação do estado por vários motivos. O surgimento do capitalismo de estado seguiu um caminho semelhante ao encontrado em outros países, onde os governos criaram e gerenciaram inúmeras empresas estatais na segunda metade do século XX. A propriedade estatal de grandes empresas começou principalmente após a Primeira Guerra Mundial, quando o governo acabou resgatando uma grande parte das empresas ferroviárias do país. Então, na década de 1940, o presidente Getúlio Vargas criou muitas empresas estatais controladas em setores que foram considerados fundamentais para o desenvolvimento econômico, como mineração, aço, produtos químicos e eletricidade. No entanto, o auge do capitalismo de estado no Brasil ocorreu no início da década de 1970, durante a ditadura militar (1964-1985). Em 1976-1977, o setor público representava 43% da formação bruta total de capital no país, com cerca de 25% desses investimentos provenientes de grandes empresas estatais.

De acordo com o Departamento de estado Norte-americano (2017), o governo brasileiro mantém interesses em empresas tanto a nível federal quanto a nível estadual. As empresas estatais brasileiras estão concentradas nos setores de energia, geração e distribuição de energia, transporte e bancos. Algumas dessas empresas também são negociadas publicamente nas bolsas de valores. Quanto aos números em relação à participação estatal, a Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (2017), através do seu Boletim das Empresas Estatais, afirma que o ente federal participa ativamente em 149 empresas, sendo que destas, 48 são empresas com controle direto da União, e 101 com controle indireto da União. Do total de 149 empresas, predominam as de energia e de petróleo e derivados: 47 e 35 empresas, respectivamente. Isto corrobora com as características apontadas pelo Departamento de estado Norte-Americano (2017) em relação à concentração de empresas no ramo de energia.

Estudos prévios acerca da propriedade estatal apontam que empresas que são de propriedade do estado apresentam piores resultados de desempenho geral, não apenas em nível de governança (SAVICKAITE; RIMKUS, 2011). O estudo precursor que tentou responder à questão de como o estado influenciava empresas, foi apresentado por LaPorta, Lopez-De-

Silanes e Schleifer (2002). Os autores se preocuparam com os efeitos da propriedade estatal sobre os bancos e reuniram dados de diversos países. Como resultado, os autores apontaram que a maior participação do governo nos bancos no período de 1970 está associada a um menor desenvolvimento financeiro subsequente e a um menor crescimento da renda *per capita* e da produtividade. Como referido pelos autores, a propriedade estatal é ampla e generalizada, e maior em países com baixos níveis de *renda per capita*, sistemas financeiros atrasados, governos intervencionistas e ineficientes e proteção deficiente dos direitos de propriedade. Deste modo, os autores apontam que a participação estatal nos bancos obedeceu à visão política, a qual concebe o governo como um ente que adquire o controle de empresas e bancos para fornecer empregos, subsídios e outros benefícios aos apoiadores, que retornam o favor sob a forma de votos, contribuições políticas e subornos. Assim, as práticas e procedimentos adotados pelo estado prejudicaram as metas dos bancos na década de 70.

Tal visão de La Porta *et al.* (2002) se dá predominantemente em países com sistemas financeiros subdesenvolvidos e com direitos de propriedade pouco protegidos, aliado à uma política intervencionista, principalmente em razão de o ente governamental não precisar competir com o setor privado como uma fonte financiadora. Baseados na concepção de La Porta *et al.* (2002), Borisova, Brockman, Salas e Zagorchev (2012) argumentam que, países em que predomina tal visão política, são principalmente àqueles que adotam as leis civis, pois o governo age em empresas principalmente através de um viés político, guiando metas, ao contrário de países onde vigora as leis comuns, tais como os países anglo-saxônicos, em que as preocupações estatais se dão mais por um viés social. Além do ponto de vista social, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997, 1998, 2000) e La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) já haviam demonstrado em estudos prévios o fato de que países com sistemas legais baseados nas leis comuns garantem melhor proteção legal para investidores do que países com sistema legal baseado nas leis civis.

Além da origem legal, Abramov, Radygin, Entov e Chernova (2017), afirmam que a propriedade estatal acaba por influenciar práticas internas das empresas, em seu conjunto de processos: as empresas estatais acabam por possuir concorrência limitada se comparada à concorrência das empresas privadas, visto que padecem perante contratos incompletos. Isto dificulta o “empreendedorismo” do estado, que adota decisões não-criativas, de rotina e/ou “aprovadas”. Como Shleifer (1998) aponta, a propriedade privada geralmente é preferida em relação à propriedade estatal principalmente por que existem incentivos para inovar, a contenção de custos é forte, e a competição (seja por fornecedores, por reputação, etc.) faz com

que as empresas se esforcem para atingir melhores resultados. Entretanto, segundo o autor, existem casos em que a propriedade privada pode sofrer pela competição.

Os problemas de distribuição de capital, como exemplo, podem levantar questões de que a propriedade privada pode não estar atendendo ao melhor interesse das partes envolvidas. Autores como Laffont e Tirole (1993) e Sappington e Stiglitz (1987) argumentam que empresas privadas cujos investidores possuem grandes fatias da empresa podem subestimar a qualidade ou, de outra forma, prejudicar as partes interessadas da empresa por causa de seu foco nos lucros, e assim uma “política de espírito público” poderia, então, melhorar a eficiência, controlando as decisões das empresas.

Entretanto, é nas práticas adotadas por empresas com envolvimento estatal que usualmente se concentram as métricas discrepantes, que apontam a prevalência da “boa” governança das práticas privadas. Como destacado por Borchering *et al.* (1982), o “empreendedorismo” privado é mais eficiente do que o “empreendedorismo” estatal (o autor compilou os resultados de 50 trabalhos de pesquisa empírica, dos quais 40 demonstraram que o setor privado se destaca neste contexto). De fato, como afirmado por Cornett, Guo, Khaksari e Tehranian (2009), em poucos estudos acerca dos benefícios da propriedade estatal, os resultados corroboraram a hipótese de que o estado oferece mais benefícios para as empresas. A conclusão dos estudos é, em geral, que a paradoxal inconsistência na consideração dos objetivos sociais das empresas estatais, combinada com sua extrema ineficiência, refuta a ideia de que a propriedade estatal leva a um desempenho maior que as empresas privadas não podem alcançar. Além disto, os políticos, considerados “burocratas”, geralmente têm objetivos que estão em conflito com as melhorias no bem-estar social.

Além das empresas privadas tradicionais, existem aquelas que sofreram algum processo de privatização. A “privatização” pode se referir tanto à transferência de propriedade de uma empresa ou propriedade pública do setor público para o setor privado, quanto à terceirização da produção de serviços públicos para empresas privadas (CHOWDHURY, 2006).

A privatização coloca em cheque a eficácia do estado. O fato de como as privatizações (transferência de propriedade de um agente público para um agente privado) acontecem, principalmente para nações subdesenvolvidas e emergentes, é uma questão a ser observada (e comparada com as nações que já passaram pelo processo e obtiveram sucesso com ela). Diversos estudos mostram que a governança corporativa poderia explicar as mudanças de performance em firmas recentemente privatizadas (VINING; BOARDMAN, 1992; ECKEL, ECKEL; SINGAL, 1997; BOUBAKRI; COSSET, 1998). Entretanto, estes estudos foram

orientados principalmente para analisar se a variação no nível da governança corporativa global prediz o valor de mercado de uma empresa (estudos de governança para valor). Outrossim, levando em consideração um consenso geral, parece triunfar, por quase unanimidade, o fato de que empresas, quando privatizadas, apresentam substanciais melhoras de suas capacidades. Um grande problema com os estudos que comparam o período pré/pós-privatização seria a dificuldade inerente de isolar os efeitos de propriedade dos efeitos das mudanças nas políticas, ambientes macroeconômicos, gestão e estruturas organizacionais, que geralmente acompanham o processo de privatização (TRACY; SHAILER; 2018).

As evidências preponderantemente apontam uma relação negativa entre a participação estatal e os índices de governança corporativa (mostrando que a política de governança pode ser conflituosa em empresas com propriedade estatal) e que o governo gera uma governança corporativa fraca quando as metas políticas e os objetivos de maximização do bem comum (sem fins lucrativos) superam as melhores práticas de governança (FERREIRA, 2012a; BOYCKO; SHLEIFER; VISHNY, 1994; NELLIS, 1994; BRADA, 1996; SHLEIFER, 1998). De acordo com esses pressupostos, a seguinte hipótese é formada:

H1: O aumento da estrutura de controle governamental gera uma diminuição na governança corporativa das empresas brasileiras negociadas na B3;

No entanto, de acordo com Lima (2018), alguns esforços já foram feitos no Brasil no sentido de melhorar a governança corporativa nas empresas as quais o estado possui controle. De acordo com Lima (2018), a bolsa de valores B3 participou ativamente na negociação da entrada de algumas empresas estatais nos segmentos especiais de listagem, solicitando que essas fizessem modificações em seu estatuto de forma a resguardar direitos de seus acionistas privados. Os segmentos especiais de listagem fazem parte da tentativa da B3 em projetar um novo ambiente para negociar ações em que os investidores poderiam encontrar empresas com padrões de governança corporativa semelhantes aos existentes nos centros mais desenvolvidos (CASTRO et al., 2010).

Considerando que a legislação societária brasileira básica não previa um conjunto de regras compatíveis com tais normas, a B3 desenvolveu três segmentos especiais com diferentes níveis de exigência de governança corporativa: o Novo Mercado, o Nível 2 e o Nível 1. Cada um deles possui regulamentação que pode ser adotada voluntariamente por empresas interessadas em listar suas ações e em conceder direitos mais elevados do que a lei básica. Uma

vez que uma empresa adere a um nível específico, ela se compromete a seguir as regras desse nível, além das disposições da legislação societária brasileira básica (quando uma disposição no regulamento do segmento especial é mais exigente do que na lei básica, a regra de segmento prevalece). Até a criação do Novo Mercado e dos outros segmentos, o mercado de ações tradicional e histórico no Brasil era composto principalmente por empresas com práticas de governança corporativa não adequadas (CASTRO et al., 2010).

Assim, as mudanças exigidas pela B3 representam um avanço para a governança das estatais. A Petrobras, por exemplo, deverá conferir direito de 100% de *tag along* para ações preferenciais nos próximos anos. Além disso, o Comitê de Minoritários, em caráter consultivo e não vinculante, passará a examinar e opinar sobre matérias em que os preferencialistas poderão ter direito de voto. Além dos esforços da B3, a recente Lei nº 13.303/2016 ampliou a exigência de transparência em relação à implementação de políticas públicas via empresas estatais e estabeleceu a obrigatoriedade de divulgação dos custos incorridos com o exercício de atividades não comerciais (LIMA, 2018). Deste modo, com estas características recentes das normatizações quanto à governança brasileira, a seguinte hipótese é lançada:

H2: O aumento na estrutura de controle pertencente ao governo gera uma probabilidade maior dessa empresa pertencer aos segmentos diferenciados da B3;

Entretanto, há de se considerar que as exigências quanto às melhores práticas de governança concebendo o estado como agente regulador são recentes, e, por serem práticas recentes, podem ainda não ter impactado suficientemente a estrutura governamental das empresas (IBGC, 2017). Além disto, empresas com controle estatal tendem a ser menos valorizadas em relação à governança, visto que a governança é um aspecto mais complexo de ser trabalhado por tais empresas pela presença dos políticos. Deste modo, a certificação concedida pelos setores diferenciados de listagem seria mais trabalhosa de ser obtida (SILVA, 2002). Assim, é utilizada a seguinte hipótese alternativa

H2A: O aumento na estrutura de controle pertencente ao governo gera uma probabilidade menor dessa empresa pertencer aos segmentos diferenciados da B3.

### 3 METODOLOGIA

Neste capítulo são apresentados os procedimentos metodológicos adotados na pesquisa para que fossem atingidos os objetivos propostos inicialmente. Deste modo, discute-se a estratégia e o método da pesquisa, o processo de coleta de dados e a amostra investigada, as técnicas de análise dos dados e, por fim, a definição das variáveis a serem utilizadas.

#### 3.1 FONTE DE DADOS E AMOSTRA

A amostra do estudo consiste em firmas brasileiras de capital aberto negociadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) no período compreendido entre 2010 e 2016. Informações financeiras e da estrutura de propriedade foram coletadas na base de dados *Economática e no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)*. As informações sobre governança corporativa foram manualmente coletadas na CVM. Como sugerido por Almeida, Campello e Galvão (2010), foram excluídas as empresas financeiras e com Q de Tobin inferior (ou igual) a zero e maior que 10 ( $10 \leq Q > 0$ ). Após, foi incluído um filtro para identificar empresas que possuíam ações ordinárias de posse do estado. As ações ordinárias foram mensuradas tanto através da participação direta do estado quanto através da participação indireta, por meio de instituições vinculadas a ele, como o BNDES. A amostra final foi constituída por 234 empresas (em um universo de cerca de 1390 observações não balanceadas). A utilização de observações não balanceadas permite que se trabalhe com dados faltantes, ou seja, é possível trabalhar com os dados anuais das empresas (mesmo que em algum ano estejam falando informações) sem que isto exclua a empresa da amostra.

#### 3.2 ABORDAGEM, OBJETIVOS E MÉTODO.

Este estudo possui uma abordagem quantitativa e natureza aplicada. Além disto, do ponto de vista dos seus objetivos, trata-se de uma pesquisa descritiva. De acordo com a *Association for Educational Communications and Technology (AECT, 2001)*, a pesquisa descritiva traz a capacidade de descrever eventos em maior ou menor profundidade, conforme necessário, para se concentrar em vários elementos de diferentes técnicas de pesquisa e envolver estatísticas quantitativas para organizar a informação de maneira significativa. Em relação ao método utilizado, trata-se de de regressões lineares pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemático (GMM-Sys) na primeira análise (influência da estrutura de controle estatal na

governança) e pelo logit na segunda análise (impacto da estrutura de controle estatal na adesão das empresas aos segmentos diferenciados da B3), com utilização de dados secundários.

### 3.3 VARIÁVEIS DEFINIDAS E ANÁLISE DOS DADOS

O subitem 3.3 engloba a composição do item de governança (3.3.1), o quadro-resumo de todas as variáveis (3.3.2) e a análise de dados (3.3.3).

#### 3.3.1 Composição do índice de governança corporativa

Para a definição da variável de governança foi necessária a criação de um índice que contemplasse a real situação de governança das empresas da amostra. Para isto, foi utilizado como base o modelo adaptado de Assunção, De Luca e De Vasconcelos (2017), os quais se basearam em Lameira e Ness (2011), Silva e Leal (2005) e Silveira (2004), além das recomendações propostas pela Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa (CVM, 2002) e pelo Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2009) para a criação do índice (IGC). Assim, com base nestes autores, foi construído um *checklist* (Tabela 1), dividido em quatro dimensões e 12 itens, no qual se verifica a existência de mecanismos de controle na empresa, que podem ser estabelecidos por meio da adoção de boas práticas de governança corporativa divulgadas pelas empresas, alinhados aos princípios de governança (ASSUNÇÃO; DE LUCA; DE VASCONCELOS; 2017). O IGC criado traz como fator diferencial o fato de que atribui, através de uma pontuação, um valor de governança, enquanto em outros índices, caso a empresa não atenda a algum dos critérios de governança propostos, é imediatamente excluída do índice, sem ponderações. Assim, o índice criado é um método mais flexível de averiguar a governança.

Os dados relacionados ao IGC foram coletados nos Formulários de Referência (FR) disponíveis no website da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como já destacado, para o período de 7 anos (2010 – 2016). Para se determinar o IGC de cada empresa da amostra, foi atribuído o valor “1” para cada recomendação de boa prática adotada e o valor “0” caso contrário, considerando-se como boa prática adotada aquela divulgada pela empresa nas fontes de coleta utilizadas. O IGC de cada empresa foi obtido calculando-se a razão entre a pontuação obtida pela empresa e o valor máximo possível, ou seja, 12 pontos. Após o cálculo do IGC, a amostra foi dividida em quartis, considerando-se que as empresas classificadas no primeiro



quartil possuem um baixo IGC, enquanto as do segundo registram IGC regular, as do terceiro apresentam IGC bom e as do quarto quartil consignam IGC alto.

Tabela 1 – Dimensões de governança corporativa

Dimensão	Item analisado	Fonte de dados	Base teórica
<b>Acesso e conteúdo das informações</b>	A empresa evidencia projeções operacionais e/ou econômico-financeiras.	Item 11.1 do FR	Silveira (2004).
<b>Estrutura de propriedade e controle</b>	A empresa possui apenas ações ordinárias	Itens 15.1/2 e 15.3 do FR	Silveira (2004); Silva e Leal (2005); IBGC (2009); Lameira e Ness Jr. (2011).
	O percentual de ações com direito a voto dos controladores é menor ou igual à sua participação no capital total da empresa	Item 15.1/2 do FR	Silveira (2004); Silva e Leal (2005); Lameira e Ness Jr. (2011).
<b>Conselho de administração</b>	Os cargos de presidente do conselho de administração e CEO são ocupados por pessoas diferentes	Item 12.6/8 do FR	CVM (2002); Silveira (2004); Silva e Leal (2005); IBGC (2009); Lameira e Ness Jr. (2011).
	O conselho de administração é composto por 5 (cinco) a 11 (onze) membros	Itens 12.1 e 12.6/8 do FR	CVM (2002); Silveira (2004); Silva e Leal (2005); IBGC (2009); Lameira e Ness Jr. (2011).
	O conselho de administração é composto de, pelo menos, 50% de conselheiros independentes	Item 12.6/8 do FR	Silveira (2004); Silva e Leal (2005); IBGC (2009); Lameira e Ness Jr. (2011).
	O mandato do conselho de administração não é superior a 2 (dois) anos	Item 12.6/8 do FR	CVM (2002); Silveira (2004); Silva e Leal (2005); IBGC (2009).
	A empresa possui mecanismos de avaliação de desempenho do Conselho de Administração	Item 12.1 do FR	IBGC (2009).
<b>Outros órgãos e agentes da governança corporativa.</b>	A empresa possui comitê de auditoria	Item 12.7 do FR	CVM (2002); IBGC (2009).
	A empresa possui outros comitês de assessoramento	Item 12.7 do FR	CVM (2002); IBGC (2009); Lameira e Ness Jr. (2011).
	O conselho fiscal da empresa é permanente	Item 12.1 do FR	CVM (2002); Silva e Leal (2005); IBGC (2009); Lameira e Ness Jr. (2011).
	A empresa apresenta a política de remuneração dos executivos	Item 13.1 do FR	Silveira (2004); IBGC (2009).

Fonte: Elaborado pelo autor.

### 3.3.2 Variáveis do modelo

O IGC, bem como a relação das demais variáveis pode ser melhor visualizado através do Quadro 1.

Quadro 1 - Variáveis: principais formulações

Variável Dependente			
Variáveis internas	Fórmula	Autores	
$DB_{it}$ – Dummy dos segm. de listagem com governança diferenciada	Dummy: 1- Se as empresas participam dos segmentos de listagem com governança corporativa diferenciada; 0 – se não participam	Assunção, De Luca e De Vasconcelos (2017)	
IGC – Índice de Governança Corporativa	Razão (porcentagem) alcançada pela empresa em relação à pontuação máxima do IGC	Assunção, De Luca e De Vasconcelos (2017)	
Variável Independente			
Variável	Fórmula/Descrição	Autores	Sinal
ECG Estrutura de Controle das empresas do governo,	$\frac{\% \text{ ações } (ON) \text{ pertencentes ao gov.}}{100}$	Ben-Hassoun et al. (2018) Abramov et al. (2017)	-
Variáveis de controle			
CAPEX – Gastos com investimento em Capital	$\frac{\text{Gastos de Capital}}{\text{Ativo Total}}$	Harford, Mansi e Maxwell (2008) Cooper, Gulen, e Schill (2008) Titman, Wei e Xie (2004) Fama e French (1999)	-   +
Div. - Dividendos	$\frac{\text{Dividendos Pagos}}{\text{Lucro Líquido}}$	Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009)	+
ROA – Retorno do Ativo	$\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo Total}}$	Valenti, Luce e Mayfield (2011)	+
ROE – Retorno sobre o patrimônio	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Valenti, Luce e Mayfield (2011)	+
Alavancagem	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Thomson e Conyon (2012) Slovin, Johnson e Glascock, (1992)	+
Alavancagem2	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}{\text{Ativo total}}$	Thomson e Conyon (2012) Slovin, Johnson e Glascock, (1992)	+
Tamanho: Ativo Total Receita líquida Patrimônio Líquido	- Log do ativo total da empresa. - Log. Da Receita Líquida. - Log. do Patrimônio Líquido.	Clements, Neill e Wertheim (2015)	-
		Herciu e Serban (2016)	+
Liquidez	$\frac{\text{Caixa e Equivalentes}}{\text{Ativo Total}}$	Li, Chen e French (2012) Cheung, Chung e Fung (2014)	+
Idade média do Executivo	- Log. da idade média dos diretores da empresa.	McClelland e O'Brien (2011) Elsaid e Ursel (2012)	+
Número de Conselheiros	- Log. do número total de conselheiros	Palaniappan (2017)	-

Quadro 1 – Variáveis: principais formulações

Conselheiros Independentes	$-\frac{0,01+\text{número total de consel.independ.}}{\text{Número total de conselheiros}}$	Klein (2002) Davidson III <i>et al.</i> (1998).	+
Dualidade	- <i>Dummy</i> : 1 se o executivo principal exerce a função de presidente do conselho; 0, caso contrário.	Abbasi <i>et al.</i> (2012) Vintila (2013)	-

Fonte: Elaborado pelo autor.

### 3.3.3 Análise dos dados

Foram utilizados dois modelos econométricos para a análise. O primeiro foi aplicado através de dados em painel não balanceados por GMM-Sys (Método dos Modelos Generalizado Sistemico). De acordo com Januzzi *et al.* (2015), dados em painel são observações de  $n$  entidades para dois ou mais períodos de tempo, combinando características de séries temporais com dados em corte transversal. A abordagem GMM-Sys foi desenvolvida por Arellano e Bover (1999) e Blundell e Bond (2000) com o objetivo de melhorar a eficiência, em alguns casos, do estimador GMM.

No modelo GMM, a variável dependente é o percentual de participação no Índice de Governança Corporativa. As demais variáveis são as mesmas para ambos os modelos. Com o GMM, não é necessário o conhecimento completo da distribuição dos dados. Apenas são necessários momentos específicos derivados de um modelo subjacente para a estimativa. De acordo com Hall (1993), o GMM oferece um método conveniente de estimação em certos modelos que eram computacionalmente muito difíceis para estimar por métodos mais tradicionais. Hall (1993) ainda explica que o GMM visa diminuir a endogeneidade da amostra, pois possui uma estrutura mais eficiente dos estimadores. Nesse caso, acaba por relaxar a condição de homocedasticidade, por possuir um pressuposto mais robusto.

O GMM-Sys foi escolhido, por este estimador ser capaz de superar problemas decorrentes de efeitos persistentes de séries temporais, além de aceitar instrumentos disponíveis e permitir estimativas mais precisas. O modelo dinâmico, onde é utilizada a variável dependente defasada como explicativa, também é usado no estudo. Baseado no modelo de Zivot e Wang (2006), a Formula (1) é apresentada a seguir.

$$IGC_{it} = \alpha_i + ECG_{it}\gamma + C_{it}\theta + \sum_i^n EFset_i + \sum_t^n EFtemp_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde  $IGC_{it}$  é a variável dependente, representando a participação das empresas no Índice de Governança corporativa,  $\alpha$  é o intercepto,  $\gamma$  e  $\theta$  são os coeficientes das variáveis,  $ECG_{it}$  é a variável independente principal representada pela estrutura de controle,  $C_{it}$  representa as variáveis de controle,  $EFset_i$  representa os efeitos fixos setoriais,  $EFtemp_t$  representa os

efeitos fixos temporais,  $i$  representa as empresas,  $t$  indica o tempo e  $\varepsilon_t$  evidencia termo de erro aleatório.

Também foram aplicados os seguintes testes: (i) Teste de correlação: verifica se as variáveis são altamente relacionadas. Caso afirmativo, é analisada qual a variável é menos significativa para ser retirada do modelo; (ii) Teste de sobreidentificação de Hansen; (iii) Teste Qui-quadrado ( $\chi^2$ ); (iv) teste de autocorrelação serial de Arellano e Bond (1991); e, (v) teste de multicolinearidade (VIF). As variáveis foram corrigidas de acordo com o IGP-DI, winsorizadas a 1% e convertidas para dólar.

Já, no segundo modelo, foi utilizada uma regressão logit através do método OLS (Mínimos Quadrados Ordinários), onde a variável principal foi uma *dummy* indicando se a empresa participa ou não dos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da B3. A Fórmula (2) do logit é apresentada a seguir:

$$DB_{it} = \alpha_i + ECG_{it}\gamma + C_{it}\theta + \varepsilon_{it}(2)$$

Onde:  $DB_{it}$  é a variável *dummy*.

De acordo com Oliveira (1997), o logit como função de regressão pertence à classe dos modelos estatísticos, em que a variável explicada é, na verdade, qualitativa, ou, sendo quantitativa, dela apenas se pode observar manifestação de caráter qualitativo (OLIVEIRA, 1997). O objetivo desses modelos é refletir uma escolha entre duas alternativas, do tipo “sim ou não”, “isto ou aquilo”, “existe ou não existe”, respostas estas marcadas pelo seu caráter de alta objetividade. Os modelos mais simples dentro dessa classe são aqueles em que a escolha é uma ou outra de (apenas) duas alternativas disponíveis e mutuamente exclusivas (OLIVEIRA, 1997). Assim, nesses modelos, a variável dicotômica é uma variável *dummy*, que assume os valores 0 ou 1, o que, na análise em questão, representa: 0 – não pertence aos segmentos diferenciados da B3 e 1 – pertence aos segmentos diferenciados da B3.

Sobre o modelo OLS foram aplicados os seguintes testes: (i) teste de normalidade de Doornik-Hansen e de Shapiro-Wilk; (ii) teste de razão de verossimilhança (matriz de covariância); (iii) teste de autocorrelação; e, (iv) teste de heterocedasticidade de Breusch Pagan.

Quanto aos testes de normalidade, em concordância com Adkins (2013), o teste de Doornik-Hansen utiliza a estatística Qui-quadrado para averiguar a veracidade na hipótese de normalidade. Assim, sua função é testar a hipótese nula ( $H_0$ ), considerando que a amostra provém de uma distribuição normal (enquanto que a hipótese alternativa ( $H_1$ ) considera que a amostra não provém de uma distribuição normal). Por sua vez, quanto ao teste de Shapiro-Wilk, Royston (1982) afirma que se baseia na regressão dos valores amostrais ordenados com as

correspondentes estatísticas de seis ordens normais que, para uma amostra de uma população normalmente distribuída, é linear.

Por sua vez, quanto a razão de verossimilhança, Fávero *et al.* (2009) afirma que se caracteriza por um teste de hipóteses que compara a qualidade do ajuste de modelos. A aplicação do teste da razão de verossimilhança se dá por meio da comparação de valores observados da variável-resposta com os valores preditos oriundos dos modelos com e sem a variável em questão. Caso ocorra que a variável-resposta guarde relação com os valores preditos de outras variáveis, ou seja, que as variáveis-resposta não sejam independentes, o modelo pode estar comprometido.

Já, em relação ao teste de autocorrelação serial, Johnston (1977) afirma que existe autocorrelação (ou correlação serial) quando os termos de resíduos são correlacionados com os valores anteriores ou posteriores da mesma série. A má especificação do modelo de regressão, em função de resíduos na forma do modelo ou por exclusão de variáveis independentes importantes para a análise é uma das causas da autocorrelação. Isto ocorre principalmente em aplicações envolvendo séries temporais, sendo que o teste de autocorrelação visa identificar este problema. Por fim, quanto ao teste de heterocedasticidade de Breusch Pagan, Fávero *et al.* (2009) afirma que este verifica se as variâncias dos resíduos de uma regressão dependem dos valores das variáveis independentes. Neste caso, é testada a hipótese de homocedasticidade, ou seja, se os resíduos são normalmente distribuídos.

## 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para melhor explicitar os resultados do estudo, essa seção foi dividida em três partes, como segue: (i) correlação e estatística descritiva; (ii) análise da influência da estrutura de controle governamental na governança corporativa e (iii) análise da influência da estrutura do controle governamental sobre a listagem nos níveis diferenciados de governança.

### 4.1 CORRELAÇÃO E ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Para empiricamente determinar o sinal e a magnitude do impacto do coeficiente da participação governamental (ECG) das empresas sobre o Índice de Governança Corporativa (IGC) foi necessário primeiramente realizar uma análise vinculada aos dados relativos à estatística e amostra e prosseguir com uma análise de correlação para após seguir para as regressões das variáveis que afetam a governança corporativa.

A Tabela 2 apresenta estatísticas descritivas dos dados contábeis, de governança corporativa e de participação governamental das 234 empresas da amostra de empresas brasileiras presentes na base de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) entre os anos de 2010 e 2016. Da variável dependente (IGC) foram obtidas 1.317 observações, e em relação à variável explicativa da estrutura de controle do governo (ECG) foram obtidas 1390 observações (sendo este o maior número de observações de uma variável). O menor número de observações foi de 983 (patrimônio líquido, ROE e alavancagem). Assim, pode-se afirmar que o número de observações por painel de variáveis é não balanceado.

De acordo com a Tabela 2, onde são consideradas todas as empresas (mesmo aquelas que não possuem estrutura de controle estatal) o índice de governança obtido foi, em média, 42%, ou seja, das 12 variáveis, as empresas atendem menos da metade dos quesitos elencados de governança. Além da variável de governança criada, há de se averiguar as médias quanto às demais variáveis que envolvem estatísticas contábeis e a composição do conselho de administração e diretoria e que podem diretamente influenciar nas decisões corporativas.

O valor do ativo total foi em média de aproximados US\$ 3 milhões; o do patrimônio líquido, US\$ 1,1 milhões; a receita líquida, de US\$ 1,7 milhões; quanto às alavancagens, a “Alavancagem 1”, que considera a participação de capitais de terceiros, ou seja, quanto a empresa tomou de capitais de terceiros em relação ao capital próprio, indicou um valor médio de 2,61; este valor, multiplicado por 100, indica o percentual de capital de terceiros em relação

ao patrimônio líquido, retratando a dependência da empresa em relação aos recursos externos (261%). Este percentual significa que para cada US\$ 100,00 de capital próprio, a empresa utiliza US\$ 261 de recursos de terceiros. Quanto à “Alavancagem 2”, tal índice apresenta o endividamento total, ou seja, quando de capital de terceiros (passivo circulante + passivo não circulante) é utilizado na aplicação de recursos (ativo total). O valor médio de 1,34 indica que, para cada US\$ 100,00 de ativo total, as empresas utilizam US\$ 134 de recursos de terceiros.

Além destes, os gastos de capital (*capital expenditures* - CAPEX) apresentaram um valor médio de US\$ 200 mil (ou seja, em média, as empresas desembolsaram US\$ 200 mil em bens de capital). Os dividendos tiveram valor médio de aproximadamente US\$ 87 mil. A liquidez (relação entre caixa e ativo total) apresentou média 0,12, ou seja, para cada US\$ 100 de ativo total as empresas mantiveram US\$ 12 em caixa. O ROA (*Return on Assets*) apresentou média 0,03, ou seja, a capacidade média das empresas gerarem lucro a partir dos seus ativos foi de 3%. Por fim, o ROE (*Return on Equity*) apresentou média 0,07 indicando que o percentual de quanto as empresas estão gerando de retorno em relação ao capital próprio investido foi de 7%.

Quanto as variáveis de governança, foi constatado que cerca de 20% dos conselheiros das empresas são independentes. Em termos de idade dos executivos, os diretores possuem, em média, 51 anos, e quanto ao tamanho médio do conselho de administração, as empresas possuem 6,55 conselheiros (ou seja, de 6 a 7 pessoas compõem o conselho de administração das empresas da amostra). Por fim em relação à média, percebe-se que, em média, a estrutura de controle governamental é de 7%, ou seja, as empresas possuem em torno de 7% de ações ordinárias pertencentes ao governo.

A Tabela 2 apresenta ainda o valor dos dados de acordo com o percentil 50 (mediana), a variância, os valores mínimos e máximos, o desvio padrão, a assimetria e a curtose. Deve-se considerar ainda que a mediana (p. 50) e a média apresentam grande disparidade na maioria das variáveis, principalmente quando consideradas as variáveis contábeis e de tamanho, indicando a necessidade de aplicar logaritmo neperiano e winsorizar as variáveis. Outro ponto a ser destacado é o de que as variáveis contábeis apresentam, no geral, alta variância (e, conseqüentemente, alto desvio padrão), indicando que existe grande dispersão nos dados das variáveis. Ainda, há de se considerar que, de acordo com o coeficiente de assimetria de Pearson (que estabelece que uma amostra tem distribuição simétrica quando não ultrapassa os limites de -1 e +1), principalmente quando consideradas as variáveis contábeis, os valores são assimétricos. Além disto, de acordo com os valores da curtose, apenas IGC e dualidade possuem

distribuição platicúrtica ( $<3,00$ ), enquanto as demais variáveis possuem distribuição leptocúrtica ( $>3,00$ ).



Tabela 2 - Estatísticas

Painel A - Estatísticas contábeis	Média	perc. 50	Variância	Mínimo	Máximo	Desvio Pad.	Assimetria	Curtose
At. Total	3063009,00	978075,30	3,51x10 <sup>13</sup>	694,60	4,51x10 <sup>7</sup>	5922365,00	3,71	18,89
P. L.	1142001,00	407837,00	6,11x10 <sup>12</sup>	-4177521,00	2,31x10 <sup>7</sup>	2472337,00	4,54	28,57
R. Líq.	1731062,00	445713,20	1,68x10 <sup>13</sup>	0,00	4,54x10 <sup>7</sup>	4099496,00	5,58	43,75
Alav.	2,61	1,36	1908,52	-749,17	992,25	43,68	7,21	365,47
Alav. 2	1,34	0,61	46,26	0,00	131,34	6,80	14,44	241,28
CAPEX	201273,80	34442,37	2,87x10 <sup>11</sup>	-5003501,00	4058068,00	535593,80	1,97	29,94
Divid.	86909,54	6902,78	9,46x10 <sup>10</sup>	129222,70	4540169,00	307637,80	8,35	89,48
Liqui.	0,12	0,00	0,14	0,00	4,26	0,37	5,93	49,26
ROA	0,03	0,02	5,88	-6,61	76,91	2,42	29,74	942,54
ROE	0,07	0,09	0,05	-0,57	0,49	0,22	-0,94	4,70
Painel B - Governança Corporativa	Média	perc. 50	Variância	Mínimo	Máximo	Desvio Pad.	Assimetria	Curtose
IGC	0,42	0,41	0,03	0,00	0,91	0,18	-0,07	2,34
C. indep.	0,20	0,15	0,04	0,01	1,01	0,22	0,98	3,27
Id. méd.	51,38	50,50	77,48	0,00	86,00	8,80	-0,45	9,64
Nº de co.	6,55	6,00	7,84	0,00	19,00	2,80	0,51	3,44
Painel C - Participação governam.	Média	perc. 50	Variância	Mínimo	Máximo	Desvio Pad.	Assimetria	Curtose
ECG	0,07	0,00	0,04	0,00	0,99	0,20	3,27	13,42

Fonte: Elaborado pelo autor.

Além das estatísticas da Tabela 2, a Tabela 3 traz as estatísticas descritivas de quando se considera apenas as empresas que possuem participação estatal. Aqui, da variável dependente (IGC), foram obtidas 316 observações, e em relação à variável explicativa da estrutura de controle do governo (ECG) foram obtidas 323 observações.

Também se pode afirmar que o número de observações por painel de variáveis é não balanceado, e as variáveis contábeis neste modelo também apresentam, no geral, alta variância (e, conseqüentemente, alto desvio padrão), indicando que existe grande dispersão nos dados das variáveis. De acordo com a Tabela 3, o índice de governança obtido foi, em média, 49%, ou seja, das 12 variáveis, as empresas continuam não atendendo a menos da metade dos quesitos elencados de governança. Cabe aqui também avaliar às demais variáveis contábeis e de governança, que envolvem a composição do conselho de administração e diretoria.

Aqui, o valor do ativo total foi em média de aproximados US\$ 5,2 milhões; o do patrimônio líquido, US\$ 1,8 milhões; a receita líquida, de US\$ 3,4 milhões; quanto às alavancagens, a “Alavancagem 1”, que considera a participação de capitais de terceiros, indicou um valor médio de 6,81, indicando que para cada US\$ 100,00 de capital próprio, a empresa utiliza US\$ 681 de recursos de terceiros. Quanto à “Alavancagem 2”, tal índice apresenta valor médio de 0,62, ou seja, para cada US\$ 100,00 de ativo total, as empresas utilizaram US\$ 62 de recursos de terceiros.

Além destes, o CAPEX apresentou um valor médio de US\$ 305 mil (ou seja, em média, as empresas desembolsaram US\$ 305 mil em bens de capital). Os dividendos tiveram valor médio de aproximadamente US\$ 97,4 mil. A liquidez apresentou média 0,13, ou seja, para cada US\$ 100 de ativo total as empresas mantiveram US\$ 13 em caixa. O ROA (*Return on Assets*) apresentou média 0,00, ou seja, a capacidade média das empresas gerarem lucro a partir dos seus ativos foi equivalente a zero (ou muito próxima). Por fim, o ROE (*Return on Equity*) apresentou média 0,05 indicando que o percentual de quanto as empresas estão gerando de retorno em relação ao capital próprio investido foi de 5%.

Quanto às demais variáveis, as empresas possuem cerca de 22% dos conselheiros independentes. Em termos de idade dos executivos, os diretores possuem, em média, 51 anos, e quanto ao tamanho médio do conselho de administração, as empresas possuem 8 conselheiros. Por fim em relação à média, quanto à variável independente que define a Estrutura de Controle do Governo (ECG), percebe-se que, levando em consideração somente as empresas que possuem ações em nome do governo, a estrutura de controle é, em média, de 32%. Assim como na análise anterior, a mediana (p. 50) e a média apresentam grande disparidade na maioria das

variáveis, principalmente quando consideradas as variáveis contábeis e de tamanho. Quanto ao coeficiente de assimetria de Pearson, 10 das 16 variáveis apresentam valores simétricos. Por fim, de acordo com os valores da curtose, apenas IGC, número de conselheiros e ECG apresentam distribuição platicúrtica ( $<3,00$ ), enquanto as demais variáveis possuem distribuição leptocúrtica ( $>3,00$ ).

Tabela 3 - Estatísticas

Painel A - Estatísticas contábeis	Média	perc. 50	Variância	Mínimo	Máximo	Desvio Pad.	Assimetria	Curtose
At. Total	5176677,00	1923935,00	$6,30 \times 10^{13}$	17766,73	$4,51 \times 10^7$	7937882,00	2,46	9,26
P. L.	1759139,00	642818,30	$7,56 \times 10^{12}$	-464063,30	$1,33 \times 10^7$	2748650,00	2,43	8,69
R. Líq.	3429211,00	1071177,00	$4,85 \times 10^{13}$	0,00	$4,54 \times 10^7$	6965248,00	3,62	17,62
Alav.	6,81	1,65	4283,44	-33,31	992,25	65,44	14,87	224,43
Alav. 2	0,62	0,62	0,19	0,07	5,97	0,43	7,70	90,38
CAPEX	304849,40	84126,19	$2,78 \times 10^{11}$	-171176,50	4058068,00	527399,10	3,15	16,23
Divid.	97357,57	12681,56	$3,01 \times 10^{10}$	0,00	906268,10	173609,50	2,37	8,48
Liqui.	0,13	0,00	0,09	0,00	2,14	0,31	3,57	17,96
ROA	0,00	0,02	0,02	-1,79	0,48	0,17	-5,55	53,88
ROE	0,05	0,08	0,05	-0,57	0,49	0,22	-0,81	4,68
Painel B - Governança corporativa	Média	perc. 50	Variância	Mínimo	Máximo	Desvio Pad.	Assimetria	Curtose
IGC	0,49	0,50	0,02	0,16	0,83	0,14	0,19	2,42
C. indep.	0,22	0,21	0,04	0,01	1,01	0,21	0,86	3,16
Id. méd.	51,42	51,14	36,39	37,87	70,50	6,03	0,64	3,78
Nº de co.	8,03	8,00	7,99	1,00	16,00	2,82	0,24	2,60
Painel C - Participação governam.	Média	perc. 50	Variância	Mínimo	Máximo	Desvio Pad.	Assimetria	Curtose
ECG	0,32	0,19	0,09	0,00	0,99	0,30	1,05	2,83

Fonte: Elaborado pelo autor.

Após a apresentação dos dados estatísticos, foram aplicados testes de correlação e multicolinearidade sobre as variáveis. A Tabela 4 apresenta os resultados da análise de correlação. De acordo com Zou, Tuncali e Silverman (2003), o objetivo da análise é medir e interpretar a força de uma relação linear ou não linear (por exemplo, exponencial, polinomial e logística) entre duas variáveis contínuas. De acordo com os autores, o coeficiente de correlação de Pearson, ou coeficiente de correlação linear (utilizado nos dados), amplamente reconhecido pela academia, assume valores entre -1 e 1, variando de negativamente correlacionados (-1) a não correlacionados (0) a correlacionados positivamente (1). O sinal do coeficiente de correlação (isto é, positivo ou negativo) define a direção do relacionamento.

Assim, quando o coeficiente de correlação se aproxima de 1, nota-se um aumento no valor de uma variável quando a outra também aumenta, ou seja, há uma relação linear positiva. Quando o coeficiente se aproxima de -1, também é possível dizer que as variáveis são correlacionadas, mas nesse caso quando o valor de uma variável aumenta o da outra diminui. Um coeficiente de correlação próximo de zero indica que não há relação entre as duas variáveis, e quanto mais eles se aproximam de 1 ou -1, mais forte é a relação. Entretanto, 0,5 a 0,7 positivo ou negativo já indica uma correlação moderada, e valores acima de 0.7 indicam uma correlação forte.

A partir da análise dos dados da correlação, excluíram-se as variáveis de patrimônio líquido e ativo total por estarem correlacionadas com outras variáveis (valor acima de 0.70). Além destas duas variáveis, excluiu-se o ROE e a Alavancagem<sup>2</sup>, sendo necessário optar por utilizar somente uma variável de controle representando o resultado e uma representando a alavancagem, visto que as variáveis guardam relação entre si, e isto poderia influenciar nos resultados.

Tabela 4 – Análise de correlação

Cor.	IGC	ECG	Nº de co.	Dual.	Id. méd.	PL	CAPEX	R. Líq.	At. total	Liqui.	Divid.	ROA	ROE	Alav.	Alav.2
ECG	0,10														
Nº de co.	0,47	0,25													
Dual.	-0,46	-0,11	-0,33												
Id. méd.	-0,37	0,07	-0,12	0,28											
PL	0,26	0,05	0,40	-0,12	-0,03										
CAPEX	0,20	0,01	0,31	-0,13	-0,03	0,66									
R. Líq.	0,21	0,08	0,31	-0,03	-0,07	0,72	0,58								
At. total	0,25	0,05	0,43	-0,12	-0,07	0,86	0,67	0,84							
Liqui.	0,33	-0,03	0,26	-0,07	-0,09	0,24	0,26	0,22	0,27						
Divid.	0,20	0,00	0,29	-0,12	-0,06	0,67	0,41	0,40	0,53	0,29					
ROA	0,11	-0,01	0,11	-0,05	-0,02	0,00	-0,29	0,00	0,00	0,00	0,00				
ROE	0,01	-0,04	0,02	-0,07	-0,06	0,04	0,00	0,02	0,01	0,06	0,18	0,05			
Alav.	0,02	0,06	0,02	0,01	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,20		
Alav.2	-0,19	-0,04	-0,14	0,06	0,05	-0,06	-0,04	-0,04	-0,05	-0,03	-0,03	-0,11	0,00	0,00	
C. indep.	0,56	-0,08	0,26	-0,13	-0,25	0,07	0,00	0,04	0,06	0,21	0,00	0,02	-0,09	-0,01	0,00

Fonte: elaborado pelo autor.

Devido ao fato de muitas variáveis utilizadas para compor o Índice de Governança (IGC) são correlacionadas com as variáveis de controle do modelo, foi aplicado o teste de multicolinearidade, como pode ser verificado na Tabela 5. Esse teste foi aplicado após a exclusão das variáveis patrimônio líquido, ativo total, ROE e alavancagem2, restando 12 variáveis. Além dessas, o teste foi aplicado sobre os efeitos fixos temporais e setoriais.

Tabela 5 - Análise de multicolinearidade

Variável	VIF
IGC	2,14
ECG	1,37
Nº de co.	1,76
Dual.	1,45
Id. méd.	1,28
R Líq.	1,93
CAPEX	1,39
Liqui.	1,55
Divid.	1,31
ROA	1,41
Alav..	1,17
C. indep.	1,58
EF Temporais	1,57
EF Setoriais	1,76
Total	1,65

Fonte: Elaborado pelo autor.

A multicolinearidade é definida como a presença de um alto grau de correlação entre as variáveis independentes (FREUND; WILSON; SA, 2006). De acordo com Montgomery, Peck e Vining (2006), existem quatro fontes primárias de multicolinearidade: o método de coleta de dados utilizado; as restrições no modelo ou na população; a escolha do modelo (as variáveis escolhidas para compor o modelo podem ser linearmente dependentes, causando assim multicolinearidade) e um modelo com excesso de termos, possuindo mais variáveis regressoras do que observações. Ainda, de acordo com os autores, a multicolinearidade faz com que, devido à dependência entre as variáveis regressoras, ocorram sérios efeitos nas estimativas dos coeficientes de regressão, uma vez que não é possível resolver o sistema de equações normais.

Para verificar se há ou não a presença de multicolinearidade, (assim como, para corrigi-la), foi utilizado o fator de Inflação da Variância (VIF). O resultado do VIF deverá ser, obrigatoriamente, menor que 5.00. A média dos coeficientes foi de 1.65 e nenhuma variável teve média maior que 5.00, atestando, assim, ausência de multicolinearidade.

## 4.2 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE CONTROLE ESTATAL NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

O estado enquanto agente conflituoso pode apresentar desafios para a governança corporativa das empresas. A principal resposta que se busca nesta seção é a relação ECG *versus* IGC, ou seja, averiguar se a estrutura de controle do estado (ECG) tem um impacto positivo ou negativo em relação à governança (utilizando como variável o índice criado, o IGC). Assim, para averiguar tal impacto, foi feita análise de regressão da ECG em relação ao IGC, utilizando também variáveis de controle, que incluem valores contábeis das companhias, informações sobre a composição do conselho de administração e da diretoria e incluindo na análise efeitos fixos temporais e setoriais.

A Tabela 6 apresenta os resultados das regressões. Foram rodados 3 modelos (A, B e C), sendo que, o modelo A considera a presença de conselheiros independentes, o modelo B exclui a presença de tais conselheiros e o modelo C volta a considerar a presença dos conselheiros e ainda acrescenta os efeitos fixos setoriais; todos os modelos consideram a presença de efeitos fixos temporais.

Além disto, deve-se considerar que, em relação aos principais testes: o teste de sobre-identificação de Hansen J (1982), mostrou que não é rejeitada a hipótese nula, indicando que os instrumentos aparentemente não são correlacionados com o termo de erro da regressão e, além deste, o modelo por variáveis instrumentais evidenciou instrumentos fortes pelo teste de Sargan. Predominantemente, a variável dinâmica foi significativa ao nível de 1% (tanto no modelo A quanto no B) indicando que o índice de governança em um período anterior é positivamente correlacionado com o índice de governança no período seguinte. Já, em se tratando do governo, de acordo com os resultados, o aumento de 1 ponto percentual na estrutura de controle governamental diminui em torno de 0,14 a 0,19 pontos percentuais a governança corporativa das empresas (ao nível de significância de 5%).

Este padrão de efeito da participação governamental nas companhias abertas já havia sido descrito por Borisova et al. (2012), ao estudar o efeito da participação governamental em países da União Europeia, tendo também encontrado um efeito significativo e negativo sobre a governança corporativa. Os autores explicam que empresas como a General Motors, AIG, Fannie Mae e o Citibank tiveram que sobreviver a uma crise financeira após significantes doses de intervenção governamental, apontando que a participação governamental é geralmente prejudicial visto que a maximização do valor da empresa não é sempre a meta da propriedade governamental.



Tabela 6 – ECG e governança

Variável/modelo	A	B	C
Constante	-1,73	-1,61	-5,02
Z	(-1,27)	(-1,16)	(-1,51)
IGC (-1)	0,73***	0,76***	0,47
Z	-4,35	-4,41	-1,17
ECG	-0,17**	-0,19**	-0,14**
Z	(-2,12)	(-2,41)	(-1,93)
Nº de conselheiros	0,26**	0,27**	0,02
Z	-2,04	-2,05	-0,21
Dualidade	-0,06	-0,09	-0,13
Z	(-0,77)	(-1,11)	(-0,89)
Idade Média	0,27	0,26	0,53
Z	-0,88	-0,83	-0,94
Tamanho	0,02	0,01	-0,08
Z	-1,17	-0,84	(-0,74)
CAPEX	-0,06	-0,07	0,06
Z	(-0,93)	(-1,11)	-0,5
Liquidez	-0,07	-0,06	-0,96
Z	(-0,25)	(-0,19)	(-0,77)
Dividendos	-0,05	-0,04	0,03
Z	(-0,82)	(-0,66)	-0,25
ROA	-0,22	-0,19	0,19
Z	(-0,87)	(-0,74)	(-0,37)
Alavancagem	0,00	0,01	0
Z	-0,08	-0,79	(-0,41)
Cons. Ind.	0,14		-0,1
Z	-1,09		(-0,19)
Efeitos fixos temp.	SIM	SIM	SIM
Efeitos fixos set.	NÃO	NÃO	SIM
Chi2	152,41	141,86	185,81
Chi2p	0,00	0,00	0,00
Sargan	9,46	10,00	2,69
Sarganp	0,73	0,76	0,84
Hansen	8,90	10,17	4,89
Hansenp	0,78	0,74	0,55
arl	-2,88	-3,06	-0,72
arlp	0,00	0,00	0,46
ar2	-0,06	-0,07	-0,01
ar2p	0,94	0,94	0,98

Nota: Chi2 = teste qui-quadrado; Sargan = teste de Sargan; Hansen = teste de Hansen; Ar1 e Ar2 = Teste de Arelano e Bond para correlações seriais de ordem 1 e 2 ; \*\*\* = 1% de Significância; \*\* = 5% de significância; \* = 10% de significância.

Fonte: elaborado pelo autor.

Como destacam Bernier (2014) e Florio (2013), a estrutura de propriedade do governo pode influenciar negativamente, quando decisões políticas e os objetivos perseguidos não são as melhores práticas de governança. Como destacado por Vernon (1979a, 1979b), a participação do estado nas empresas tem um efeito negativo na elaboração de relatórios de qualidade, visto que o governo tem outros incentivos que não o de maximizar a riqueza dos acionistas, afetando a qualidade dos relatórios e a qualidade de informações que as empresas fornecem à sociedade, o que prejudica à governança. Uma alta porcentagem de controle governamental promove conflitos de interesse entre acionistas majoritários e minoritários, e a teoria da agência aponta que a estrutura de controle do governo prejudica a governança das empresas graças às tentativas de intervenção nas práticas administrativas, quando se tenta restringir o acesso a informações para outros acionistas (AL-JANADI; RAHMAN; ALAZZANI, 2016).

Como aponta Xiao et al. (2004), o estado pode dar alta prioridade à manutenção da ordem social e à redistribuição da riqueza, que não coincidem com a busca por eficiência ou lucratividade. Além disso, a propriedade estatal representa uma participação direta nos lucros da empresa, e os políticos, individualmente, têm incentivos para expandir sua base política por meio da transferência do controle das ações estatais. Juntos, esses fatores aumentam a capacidade do governo e os incentivos para intervir nos assuntos corporativos e reduzir a autonomia gerencial e os incentivos. Assim, é razoável esperar que a atenção dos gerentes às demandas dos proprietários de estado aumente com a proporção de propriedade estatal de suas empresas. Além disso, os órgãos estatais geralmente têm acesso direto a informações privilegiadas. Ambos os fatores devem enfraquecer as pressões por divulgações direcionadas ao público. Ademais, de acordo com Liu *et al.* (2014), as empresas estatais, possuindo uma propriedade de menor qualidade do que as empresas não estatais, tendem a se engajar na manipulação contábil, e deste modo, a propriedade do governo e seus incentivos sociais e políticos associados afetam negativamente os relatórios financeiros das empresas.

Além dos relatórios, o controle governamental também afeta a independência do conselho, pois o governo tenta interferir na seleção de diretores. Conseqüentemente, tais tentativas do governo afetam a independência destes em tomar as decisões corretas. O controle governamental também impõe seu poder às empresas e ao seu conselho de administração. Tais intervenções podem afetar o tamanho e o papel do conselho, inclusive no fornecimento de relatórios de qualidade (AL-JANADI; RAHMAN; ALAZZANI, 2016).

E além da independência do conselho, o poder de escolha do estado interfere na seleção de auditores: a independência do auditor pode ser afetada pelo modo como for selecionado. Auditores independentes, por exemplo, são responsáveis por fornecer credibilidade e relatórios de qualidade, e o governo muitas vezes tenta controlar a seleção de auditores para melhorar suas prerrogativas. Como não é provável que o governo exija relatórios de alta qualidade, pode-se prever que a participação de tal ente afeta negativamente a capacidade dos auditores de fornecê-la (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

Além da estrutura de controle governamental, o impacto do número de conselheiros, tanto no modelo A quanto no B, foi significativo ao nível de 5%, ou seja, o aumento de 1 ponto percentual no número de conselheiros aumenta em torno de 0,26 a 0,27 pontos percentuais a governança corporativa das empresas (ao nível de significância de 5%). Esta relação positiva e significativa é contundente, haja vistas que a maioria dos autores na literatura prega que um número menor de conselheiros é mais eficaz para as boas práticas de governança, e autores como Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) e Yermack (1996) defendem que um maior número de conselheiros tem um impacto negativo na governança das empresas, fornecendo indicadores financeiros desfavoráveis, tendo poucos incentivos para cobrança de desempenho dos CEO, afetando a rentabilidade. Entretanto, de acordo com Sonnenfeld (2002), existem controvérsias: enquanto grandes conselhos de administração são considerados ruins, existem conselhos com um elevado número de membros que são considerados ideais em algumas empresas de renome, como a GE, a WalMart e a Schwab.

Assim, embora o resultado do número de conselheiros seja, de certo modo, contrário daquele esperado pela literatura, este resultado possui algumas explicações. De acordo com Martín e Herrero (2018), as necessidades de consultoria de uma empresa dependerão fundamentalmente de suas características, como tamanho, mercados em que atua, internacionalização, enfim, sua complexidade. Assim, segundo autores como Boone et al. (2007), as empresas com diversos negócios e/ou com estruturas operacionais e financeiras complexas necessitam de um maior número de conselhos, uma vez que precisam trabalhar com mais informações, o que implica um maior esforço na busca e interpretação do mesmo, e exige um maior conhecimento do setor e das linhas de negócio empreendidas, mais experiência, contatos, etc. Vendo sob o ponto de vista que empresas mais complexas precisam de um maior conselho consultivo, pode-se destacar que um maior número de conselheiros incrementará a governança corporativa das empresas.

No entanto, há de se considerar que, de acordo com Jensen (1993), em um conselho com muitos membros, é mais difícil que se chegue a um consenso ao tomar decisões, e também pode levar à inibição do presidente do conselho. Assim, o conselho de administração deve ser capaz de fornecer orientação às empresas sem prejudicar a capacidade de comunicação entre seus membros (MARTÍN; HERRERO, 2018) e o conselho com muitos membros deve fornecer para a governança corporativa uma gama de especialização para ajudar a tomar melhores decisões, além de fazer com que seja mais difícil para um CEO ter benefícios privados (KYEREBOAH-COLEMAN; BIEKPE, 2008)

Além da capacidade consultiva, e do fato de que maiores conselhos podem melhorar a eficiência do processo de tomada de decisão como resultado do compartilhamento de informações (LEHN; SUKESH; ZHAO, 2008), um conselho de administração maior pode incrementar a governança e até ao desempenho das companhias como resultado do aumento da capacidade da empresa de estabelecer conexões externas com o meio ambiente, assegurando recursos mais raros e trazendo conselhos qualificados mais excepcionais (DALTON ET AL., 1999). Como afirmado por Pfeffer e Salancik (1978), quanto maior for a necessidade de ligações externas, buscando a participação de outros agentes, maior deverá ser o conselho consultivo, o que pode fazer com que a melhora no processo de decisão ocorra graças ao resultado do compartilhamento de informações.

Além da estrutura de controle do governo e do número de conselheiros, as demais variáveis não apresentaram significância estatística.

#### 4.3 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DO CONTROLE ESTATAL SOBRE A ADESÃO AOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA

Como explicado na metodologia, foi utilizada, como forma de robustez, uma regressão *logit*, onde a variável dependente é binária, para verificar a influência da estrutura de controle governamental na adesão aos segmentos diferenciados da B3. Em relação à subunidade 4.2, a variável do número de conselheiros foi excluída do modelo por apresentar multicolinearidade no modelo *logit*.

Primeiramente, antes da análise dos resultados, foram rodados os testes requeridos pelo modelo OLS. O teste de normalidade multivariada de Doornik-Hansen apontou que a amostra não provém de uma distribuição normal: ao nível de significância de 1%, foi rejeitada a hipótese nula de normalidade (DOORNIK; HANSEN, 2008). A distribuição anormal dos dados também

foi corroborada pelo teste de Shapiro-Wilk, visto que todas as variáveis apresentaram valores de p-valor abaixo de 0,05 (SHAPIRO; WILK, 1965).

Quanto ao teste de razão de verossimilhança, rejeita-se a hipótese nula de que a matriz de covariância é diagonal ( $p$  valor  $< 0,05$ ), ou seja, as variáveis-resposta não guardam uma relação de independência (KARPESHINA et al., 2002). Além deste, o teste de autocorrelação aponta que existe correlação entre as variáveis da amostra, uma vez que a hipótese nula é rejeitada ( $p$ -valor  $< 0,05$ ) (WOOLDRIDGE, 2010).

Por fim quanto aos testes do modelo OLS, o teste de heterocedasticidade de Breusch Pagan atesta que o modelo apresenta heteroscedasticidade, ou seja, a variância dos resíduos gerados pela estimação do modelo não é constante. Logo, a hipótese nula de variância constante (homocedasticidade) foi rejeitada. (BREUSCH; PAGAN, 1979). O resultado dos testes aponta que utilização do modelo GMM na análise principal foi feita com acurácia, visto que os pressupostos do modelo OLS não são respeitados.

A partir dos testes, parte-se para o modelo OLS em si. Os resultados do modelo podem ser visualizados na Tabela 7. Diferentemente do que ocorreu no modelo GMM, na análise de robustez pelo logit a Estrutura de Controle Governamental (ECG) apresentou coeficiente positivo, indicando que a ECG tem um efeito positivo sobre as listagens diferenciais da B3. Pelos resultados encontrados, pondera-se que o aumento de 1 ponto percentual na variável aumenta aproximadamente 0.09 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar listada nos segmentos diferenciais de governança corporativa da B3 (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) ao nível de significância de 10%.

Salienta-se que, embora o coeficiente da Estrutura de Controle Governamental (ECG) tenha sido positivo, as regras práticas do governo federal sobre governança corporativa ainda mostram-se em fase de implantação, tendo sido crescentes nos anos de 2015 e 2016 (antes destes anos havia poucas regras, somente cartilhas sobre recomendações de melhores práticas baseadas nas recomendações da OCDE) (FREITAS, 2016). Como no caso da Petrobrás, existem dispositivos do aparato estatal prevendo a entrada de empresas estatais nos segmentos especiais de listagem (CASTRO et al., 2010). Entretanto, as empresas estatais não tendem a ser listadas nos níveis de listagem diferenciais da B3: de acordo com o IBGC (2017), entre as empresas estatais com ações listadas na Bolsa do país, somente 17% delas se situam nos segmentos de listagem com maior exigência de práticas de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

Além disto, pode-se destacar que talvez a participação nos níveis de governança corporativa da B3 não seja uma *proxy* representativa de boas práticas de governança (ANTUNES; COSTA, 2007) e que os níveis diferenciados não sejam tão representativos, já que, mesmo empresas não listadas nos segmentos podem ter um nível de governança elevado (MACEDO; CORRAR, 2012). Ademais, de acordo com Beyens (2009), a realidade pode destoar das práticas que a B3 realmente projeta para as empresas, e assim, os procedimentos adotados pelas empresas podem apresentar diferenças de conformidade em relação à B3: a governança exigida pelo nível pode ser diferente daquela que de fato ocorre na empresa. Ferreira (2012b) corrobora com a ideia de que os níveis de governança diferenciados da B3 podem não ser uma *proxy* representativa de boas práticas de governança. O autor, ao avaliar o papel da governança e averiguar a eficiência técnica com a qual empresas trabalham, afirma que os resultados dos escores de eficiência mostram empresas listadas em segmentos de governança corporativa com um desempenho, em termos de eficiência técnica, inferior ao de empresas que não têm seus papéis vinculados a práticas de governança corporativa. Ainda, outro fato que pode refutar o aspecto da listagem diferenciada neste estudo é o de que a amostra possui empresas maiores, e empresas maiores, tanto por disporem de mais recursos quanto por precisarem mitigar problemas relacionados à proteção do investidor, apresentam, em média, melhor governança corporativa, e isto pode estar associado à listagem nos setores diferenciados de governança (SILVEIRA, 2004).

Tabela 7 –Regressão logit – ECG e segmentos diferenciados

Segmentos	Coeficiente		DP	Z	p-valor	Intervalo de confiança (95%)	
ECG	0,10	*	0,05	1,88	0,06	0,00	0,20
Dualidade	-0,63	**	0,26	-2,44	0,02	-1,14	-0,12
Idade Média	-0,87		0,78	-1,11	0,27	-2,40	0,66
Tamanho	0,33	***	0,07	4,50	0,00	0,19	0,48
CAPEX	0,06		0,22	0,29	0,77	-0,36	0,49
Liquidez	0,17	***	0,06	3,11	0,00	0,06	0,28
Dividendos	-0,49	**	0,21	-2,38	0,02	-0,90	-0,09
ROA	0,36		1,23	0,29	0,77	-2,04	2,77
Alavancagem	-0,13	***	0,05	-2,63	0,01	-0,23	-0,03
Cons. Ind.	0,55	***	0,06	9,44	0,00	0,43	0,66
Constante	-1,63		3,22	-0,51	0,61	-7,93	4,67

Nota: \*\*\* = 1% de Significância; \*\* = 5% de significância; \* = 10% de significância.

Fonte: elaborado pelo autor.

O resultado da variável dualidade (quando o presidente do conselho de administração é o mesmo executivo que ocupa o cargo de CEO) é o de que, o aumento de 1 ponto percentual

nesta variável diminui aproximadamente 0,63 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar listada nos segmentos diferenciados de governança corporativa (ao nível de significância de 5%). Oliveira e Moser (2015) argumentam que, para muitas firmas brasileiras a ponderação de que agentes distintos ocupem as funções entre CEO e Presidente do conselho de administração é necessária para mitigar as fragilidades do ambiente legal e de normas de adesão voluntária, ao contrário do que seria esperado em países com maior proteção legal. Por ainda estar em desenvolvimento, o mercado de capitais brasileiro, a princípio, não possui os necessários mecanismos de controle e a imposição da estrutura de não dualidade pode ser uma necessidade para atestar aspectos de governança. Assim, parece evidente que quando uma empresa pertence aos segmentos especiais da B3, pode-se afirmar que a mesma tenderá fortemente para uma estrutura não dual.

Além disto, o papel das crises, como a da *subprime*, que teve início em 2008 também reforçou os argumentos a favor da não dualidade a um nível corporativo global. O argumento é que o acúmulo dos cargos permitiu a atuação irresponsável de executivos mais preocupados com o próprio ganho do que com o futuro das empresas que comandavam. A separação dos cargos seria a melhor maneira de evitar abusos — haveria, assim, mais controle sobre o executivo principal, e por isto a não-dualidade teria um impacto positivo nos setores diferenciados de listagem da B3 por respeitar tal separação (OLIVEIRA; MOSER, 2015).

Por sua vez, a variável de tamanho (receita líquida), parece ter um impacto positivo na probabilidade de a empresa estar listada nos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3, onde o aumento de 1 ponto percentual nesta variável aumenta aproximadamente 0,33 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar listada em tais segmentos (a um nível de significância de 1%). O efeito positivo do tamanho foi corroborado e explicado por diversos autores que, de certa forma, convergem suas argumentações no sentido de que, empresas maiores têm benefícios do desenvolvimento do mercado de ações, o que faz com que sejam influenciadas a adotarem melhores práticas de governança (DEMIRGÜC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, 1996; DEMIRGÜC-KUNT; FEYEN; LEVINE, 2013; MIRANDA; MELO; MARTINS, 2016). Além disto, as empresas maiores dispõem de mais recursos para implantar boas práticas de governança corporativa (ARIFF; IBRAHIM; OTHMAN, 2007) e o tamanho pode afetar a estrutura de governança pelo fato de que as grandes empresas tendem a atrair mais atenção e, portanto, podem estar sob maior controle por parte do público (DURNEV; KIM, 2005). Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015) corroboram tais aspectos, e reafirmam que, por estarem mais expostas ao mercado e sofrerem maior pressão

externa, maiores empresas apresentam melhores práticas de governança corporativa, e, por terem maior volume de capital, as empresas maiores dispõem de mais recursos para investir na adoção de práticas de governança corporativa.

Já a variável liquidez, que é a relação entre caixa e ativo total (parcela do ativo total destinada ao caixa da empresa) também tem um impacto positivo na probabilidade de a empresa estar listada nos segmentos diferenciados da B3: o aumento de 1 ponto percentual nesta variável aumenta aproximados 0,17 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar nos segmentos diferenciais (a um nível de significância de 1%). A interpretação da variável liquidez seria a de que, empresas que mantêm mais dinheiro em caixa (que retém mais caixa) tenderiam a apresentar melhores práticas de governança. Este resultado pode ser associado aos conflitos de agência existentes nas empresas brasileiras: altos níveis de conflito de agência poderiam levar os diretores das empresas a acumular reservas de caixa. Assim, “reter mais caixa” seria uma medida protecionista que viria para amenizar estes conflitos (HARFORD; MANSI; MAXWELL, 2008). Além disto, como Rodrigues (2015) afirma, as empresas podem aumentar a retenção de recursos quando existem oportunidades e realizações de novos investimentos, e assim, a retenção pode servir a propósitos que atendem aos interesses dos acionistas da empresa, pois a existência de recursos disponíveis permite que a empresa aproveite as oportunidades de investimentos rentáveis que possam surgir.

Por sua vez, a variável dividendos (distribuição de parte dos lucros das empresas para os acionistas) teve um impacto negativo na probabilidade de a empresa estar listada nos segmentos diferenciados. Considera-se que o aumento de 1 ponto percentual na variável dividendos diminui 0,49 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar nos segmentos diferenciados, considerando um nível de significância de 5%. A relação negativa entre o pagamento de dividendos e os níveis de listagem foi destacada por autores como Bachman, Azevedo e Clemente (2012). Para eles, essa variável tem relação com os segmentos diferenciados das companhias de capital aberto listadas na B3 quando se considera o tempo de enquadramento nos níveis de governança: tais níveis tem relação inversa com regularidade de pagamento de dividendos, sugerindo possível prática de gerenciamento de resultados – *income smoothing* – em companhias não enquadradas ou com pouco tempo de enquadramento. Adicionalmente, constataram, também, que o tipo de nível de governança corporativa guarda relação apenas com a regularidade de pagamento de dividendos aos acionistas preferenciais.

Além do tamanho, da liquidez e dos dividendos, outra variável de natureza contábil significativa foi a alavancagem: além do impacto negativo (o aumento de 1 ponto percentual



nesta variável diminui aproximados 0,13 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar nos segmentos diferenciais) tal variável apresentou nível de significância de 1%. A alavancagem mensura a captação de recursos de terceiros para financiamento de investimentos. O efeito negativo de tal variável sobre os níveis de governança já foi anunciado por Vilhena e Camargos (2015) e Wen, Rwegasira e Bilderbeek (2002). Silveira, Perobelli e Barros (2008) argumentam que, quanto maior o grau de alavancagem, maior será a imposição aos gestores da chamada “disciplina da dívida”, que decorre tanto das restrições contratuais específicas, estabelecidas pelos credores, quanto do comprometimento da empresa com a distribuição regular de caixa, reduzindo o poder de decisão gerencial no uso dos recursos dos investidores. O poder de decisão (discricionariedade gerencial), por sua vez, vincula-se estreitamente com o potencial de expropriação dos investidores externos. Assim, de acordo com Silveira, Perobelli e Barros (2008), a escolha da estrutura de capital pode funcionar como mecanismo de governança relevante, e o grau de endividamento pode afetar às práticas de governança. Tais aspectos foram corroborados por Vilhena e Camargos (2015), em relação às empresas brasileiras: os autores sugerem que as empresas que utilizam menos recursos de terceiros para se financiar (menos alavancadas) possuem governança corporativa diferenciada, e assim, o efeito da maior alavancagem seria negativo sobre a governança corporativa.

Por fim, a variável conselheiros independentes (impacto da proporção de conselheiros independentes em relação ao número total de conselheiros que compõem o conselho de administração) teve um coeficiente positivo: pelos resultados, o aumento de 1 ponto percentual desta variável faz com que se aumente aproximados 0,54 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar nos segmentos diferenciados de governança da B3 (ao nível de significância de 1%). Silveira, Barros e Famá (2003) argumentam, em relação a composição do conselho de administração em empresas com diferenciais de governança, que tal conselho, com intuito de alinhar os interesses dos acionistas e administradores, deve ser composto por indivíduos divergentes, ou seja, que os conselheiros independentes tenham opiniões isentas de influência interna da empresa, e que possam divergir, caso seja necessário, com posturas não adequadas que possam estar sendo tomadas dentro da empresa. Assim, possuir a maior participação possível de membros independentes no conselho (além de possuir um número adequado de membros), trazendo opiniões diversas para dentro da empresa, aumentaria a governança das empresas (ALFRAIH, 2016; BEN-AMAR; ZEGHAL, 2011).

A idade média do executivo não obteve significância estatística nem na análise principal (através do IGC), nem no teste de robustez. Seu coeficiente no teste de robustez foi negativo,

enquanto que na análise pelo modelo GMM o coeficiente foi positivo. Pelo modelo GMM o coeficiente teve o sinal esperado, destacado por McClelland e O'Brien (2011) e Elsaid e Ursel (2012), enquanto que no teste de robustez, o sinal (impacto) foi negativo, indo de encontro ao que havia sido postulado pelos autores.

Outra variável que não apresentou significância estatística em nenhum dos modelos foi o CAPEX. Tal variável, (*Capital Expenditures*), representa a proporção dos fundos que as empresas usam para a aquisição de elementos que ajudarão a ampliar a capacidade de gerar lucros em relação ao ativo total. Seu coeficiente no teste de robustez foi positivo, enquanto que, preponderantemente, na análise GMM o coeficiente foi negativo. O resultado encontrado foi neutro (sem significância estatística). Entretanto, mesmo sem significância, o coeficiente positivo (impacto positivo) do CAPEX está de acordo com autores como Fama e French (1999), enquanto que o coeficiente negativo vai ao encontro de autores tais como Harford, Mansi e Maxwell (2008), Cooper, Gulen, e Schill (2008) e Titman, Wei e Xie (2004).

Por fim, o ROA (*Return on Assets*) ou retorno sobre os ativos, que é a capacidade dos ativos da empresa em gerar resultados, também apresentou coeficientes com sinais opostos no modelo GMM e no teste de robustez: enquanto, no primeiro, o resultado foi preponderantemente negativo, no segundo o resultado foi positivo. O resultado do teste de robustez foi ao encontro do que havia sido destacado por autores como Valenti, Luce e Mayfield (2011), enquanto que o modelo GMM apresentou resultados que foram de encontro ao esperado, mas essa variável também não foi significativa.

## 5. CONCLUSÕES

Como apontado por diversos autores (FERREIRA, 2012a; BOYCKO; SHLEIFER; VISHNY, 1994; NELLIS, 1994; BRADA, 1996; SHLEIFER, 1998), a presença do estado como um ente regulador nas empresas impõe desafios sob o ponto de vista da governança corporativa: certas consequências são previstas, como os problemas de agência, os conflitos entre agentes públicos e privados, eleições com base em cunho político, entre outros. É cedo para dizer onde as práticas de governança corporativa levarão o Brasil após os escândalos envolvendo empresas estatais. Entretanto, pode-se conjecturar peculiaridades recentes e certos determinantes. Baseado nos efeitos da propriedade estatal, este estudo teve como principal objetivo o de identificar, para as empresas brasileiras de capital aberto, o impacto da estrutura de controle estatal na sua governança corporativa. Para atingir ao objetivo geral, alguns critérios foram contemplados. Criou-se um índice de governança corporativa a partir da literatura existente com as melhores práticas de governança corporativa, e foi feito um levantamento das empresas de capital aberto brasileiras que possuem estrutura de controle estatal.

Assim, pode-se afirmar que, apesar de a estrutura de controle governamental prejudicar a governança, as empresas que têm maior controle do governo, têm maior probabilidade de pertencerem aos segmentos diferenciado da B3. Esse resultado não rejeita as hipóteses H1 e H2 do estudo. A menor qualidade da governança corporativa vinculada a empresas estatais pode estar relacionada a uma menor necessidade (ou preferência) de monitoramento, bem como pode ser fruto da influência do estado na busca de benefícios outros além da maximização do lucro (JIANG; WANG, 2017; BOYCKO; SCHLEIFER; VISHNY, 1994) Ainda, o fato de a estrutura de controle governamental aumentar a probabilidade de as empresas estarem listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3 pode ser justificado em função de as empresas da amostra serem de maior porte, e, assim, devem atender aos requisitos necessários para a listagem em segmentos diferenciados, existindo uma maior probabilidade que sejam listadas no Novo Mercado, N1 e N2, evidenciando que o fato de as empresas estarem nesses segmentos não necessariamente indica uma melhora significativa na governança, como apontam estudos a respeito (FERREIRA, 2012a; MACEDO; CORRAR, 2012). Deste modo, a propriedade do governo, embora muitas vezes semelhante à propriedade institucional, parece produzir poucos benefícios para a governança.

Em geral, os resultados contribuem para a compreensão do papel de governança desempenhada pelos atores estaduais. Este assunto, pouco debatido pelos pesquisadores brasileiros, provavelmente ganhará mais importância, como consequência de crises financeiras,

como a de 2008, e em virtude dos já mencionados escândalos envolvendo estatais. Sob o ponto de vista teórico, esta pesquisa contribuiu para descrever o cenário das relações entre empresas e governo no Brasil através da identificação de como a participação estatal influencia os aspectos de governança das empresas e sobre o impacto do estado na adesão dos segmentos diferenciados da B3) Novo Mercado, N1 e N2.

Este estudo apresenta várias limitações, como no caso de abordar apenas um indicador de governança (o IGC). Também seria importante explorar quais aspectos (como transações comerciais) entre empresas e o estado que mais afetam a governança corporativa, bem como incorporar outras variáveis de controle. O estudo não explora em detalhes as diferenças entre estratégias de empresas totalmente estatais e totalmente privadas. Essa análise seria útil para comparar aspectos apontados nesta pesquisa, verificando se o mesmo se verifica em empresas sem vínculos com o governo. Outra limitação deste estudo é de que as variáveis das empresas são medidas durante um período de tempo relativamente curto. As implicações de governança em longo prazo das empresas com participação do governo podem ser diferentes. Por exemplo, é possível que, em longo prazo, empresas com vínculos diretos com o governo tenham uma taxa de sobrevivência mais elevada. Como estudo futuro, poderiam ser verificados aspectos de governança num período anterior e posterior aos escândalos envolvendo estatais, bem como, analisando o efeito das crises no país, como as denúncias de corrupção, cenário de *impeachment*, entre outros.

## REFERÊNCIAS

- ABBASI, M.; KALANTARI, E.; ABBASI, H. The impact of corporate governance on chief executive officer (CEO) duality in Iranian banking sector. *Journal of business and management review*, 2012.
- ABRAMOV, A.; RADYGIN, A.; ENTOV, R.; CHERNOVA, M. State ownership and efficiency characteristics. *Russian Journal of Economics*, v. 3, n. 2, p. 129 – 157, 2017.
- ADKINS, L. *Using Gretl for principles of Econometrics*. 3ª edição. 2010.
- AL-BAIDHANI, Dr-A. The role of audit committee in corporate governance: descriptive study. *International journal of research & methodology in social science*, v. 2, 2016.
- AL-JANADI, Y.; RAHMAN, R. A.; ALAZZANI, A. Does government ownership affect corporate governance and corporate disclosure?: Evidence from Saudi Arabia. *Managerial Auditing Journal*, v. 31, n. 8/9, 2016.
- ALFRAIH, M. M. The effectiveness of board of directors' characteristics in mandatory disclosure compliance. *Journal of financial regulation and compliance*, v. 24, 2016.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; GALVÃO, A. F. Measurement errors in investment equations. *Review of Financial Studies*, v. 23, n. 9, p. 3279-3328, 2010.
- ALZOUBI, E. S. S.; SELAMAT, M. H. The effectiveness of corporate governance mechanisms on constraining earning management: literature review and proposed framework. *International Journal of Global Business*, v. 5, n. 1, 2012.
- AMANN, E.; BAER, W. Brazil as an emerging economy: a new economic miracle? *Revista de Economia Política*, v. 32, n. 3, p. 412–423, 2012.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2014.
- ANDREADAKIS, S. *Corporate governance in the aftermath of the scandals: the EU response and the role of ethics*. 2010. 384 p. Tese (Philosophy Doctor) – University of Leicester, Leicester. 2010.
- ANTUNES, G. A.; COSTA, F. M. da. Governança e qualidade da informação contábil: uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE POS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 31, 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD: 2007.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: a Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, v. 58, n. 2, 1991.
- ARELLANO, M.; BOVER, O. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, v. 68, 1995.

ARIFF, A. M. A.; IBRAHIM, M. K.; OTHMAN, R. Determinants of firm level governance: Malaysian evidence. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, v. 7, n. 5, 2007.

ASSOCIATION FOR EDUCATIONAL COMMUNICATIONS AND TECHNOLOGY – AECT. What is descriptive research? *The Handbook of research for educational communications and technology*. Bloomington, Indiana, USA, 2001.

ASSUNÇÃO, R. R.; DE LUCA, M. M. M.; DE VASCONCELOS, A. C. Complexidade e governança corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade e Finanças*, v. 28, n. 74, 2017.

BACHMAN, R. K. B.; AZEVEDO, S. U.; CLEMENTE, A. Regularidade no pagamento de dividendos e governança corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, v. 2, n. 2, 2012.

BAER, W.; TREBAT, T.; LORA, J. V. Infrastructure and its role in Brazil's development process. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 62, p. 66–73, 2016.

BECHT, M; BOLTON, P.; ROSELL, A. Corporate Governance and Control. *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, MA, 2002.

BEN-AMAR, W.; ZEGHAL, D. Board of directors' independence and executive compensation disclosure transparency: Canadian evidence. *Journal of applied accounting research*, v. 12, n. 1, 2011.

BEN-HASSOUN, A.; ALOUI, C.; BEN-NASR, H. Demand for audit quality in newly privatized firms in MENA region: Role of internal corporate governance mechanisms audit. *Research in International Business and Finance*, v. 45, p. 334–348, 2018.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

BERNIER, L. Public enterprises as policy instruments: The importance of public entrepreneurship. *Journal of Economic Policy Reform*, v. 17, 2014.

BEYS, F N. *Análise das práticas de governança corporativa do setor de energia elétrica brasileiro*. 2009. 187 f. Dissertação (Mestrado em Administração e negócios) - Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in a dynamic panel data models: improving on the performance of the standard GMM estimators. *The institute for fiscal studies*, 2000.

BOONE, A. L., CASARES FIELD, L., KARPOFF, J. M., & RAHEJA, C. The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 85, 2007.

- BORCHERDING, T.; POMMEREHNE, W.; SCHNEIDER, F. Comparing the efficiency of private and public production: The evidence from five countries. *Zeitschrift für Nationalökonomie*, v. 89, p. 127-156, 1982.
- BORISOVA, G.; BROCKMAN, P.; SALAS, J. M.; ZAGORCHEV, A. Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking and Finance*, v. 36, n. 11, p. 2917-2934, 2012.
- BOUBAKRI, N.; COSSET, J. The financial and operating performance of newly-privatized firms: evidence from developing countries. *Journal of Finance*, v. 53, n. 3, 1998.
- BOYCKO, M.; SCHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Voucher privatization. *Journal of financial economics*, v. 35, 1994
- BRADA, J. C. Privatization is transition – Or is it? *Journal of Economic Perspectives*, v. 10, n. 2, 1996.
- BRADLEY, C. Transatlantic misunderstandings: Corporate Law and societies. *Miami Law Review*, 1999.
- BREUSCH, T. S.; PAGAN, A. R. Simple Test for heteroskedasticity and random coefficient variation. *Econometrica*, v. 47, n. 5, 1979.
- BREWER III, E.; HUNTER, W.C.; JACKSON III, W. Deregulation and the relationship between bank CEO compensation and risk-taking“. Federal Reserve Bank of Chicago, *Working Paper*, 2003.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. The influence of the ownership and control structure on corporate market. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 24, n. 62, São Paulo, 2013.
- CARRACEDO, A. *Determinantes da reserva de caixa das empresas brasileiras*. 2010. 122 p. Dissertação (Mestrado em Administração de empresas), Escola de Administração de empresas, Fundação Getúlio Vargas. 2010.
- CASTRO, N. J. de; SOARES, I.; ROSENTAL, R.; SELLARE, A. J. Impacts of corporate governance on companies in Brazil’s electricity sector. *Gesel UFRJ*, Texto de Discussão do Setor Elétrico, n. 24, 2010.
- CHEN, K. D.; WU, A. The structure of board committees. *Harvard Business School*, Working Paper, n. 17, v. 32, 2016.
- CHEUNG, W.; CHUNG, R.; FUNG, S. The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the REIT experiment. *Journal of Corporate Finance*, v 35, 2014.
- CHOWDHURY, F. L. *Corrupt Bureaucracy and Privatization of Tax Enforcement in Bangladesh*, Dhaka: Pathak Samsbesh, 2006.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 6, 2002.

CLEMENTS, C. E.; NEILL, J. D.; WERTHEIM, P. The impact of company size and multiple directorships on corporate governance effectiveness. *International Journal of Disclosure and Governance*, v. 12, n. 4, 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. 2002.

COOPER, M. J.; GULEN, H.; SCHILL, M. J. Asset growth and stock returns. *Journal of Finance*, v. 63, n. 4, p. 1609-1651, 2008.

CORNETT, M. M.; GUO, L.; KHAKSARI, S.; TEHRANIAN, H. The impact of state ownership on performance differences: in privately-owned versus state-owned banks: An international comparison. *Journal of financial interemediation*, p. 1-21, 2009.

DALTON, D.; DAILY, C.; JOHNSON, J.; ELLSTRAND A. Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of management journal*, v. 42, 1999.

DAVIDSON III, W.; PILGER, T.; SZAKMARY, A. Golden parachutes, board and committee composition, and shareholder wealth. *Financial Review*, v. 33, p. 17-32, 1998.

DEMIRGÜC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Stock market development and financing choices of firms. *The World Bank Economic Review*, v. 10, n. 2, 1996.

DEMIRGÜC-KUNT, A.; FEYEN, E.; LEVINE, R. The evolving importance of banks and securities markets. *The World Bank Economic Review*, v. 27, n. 3, 2013.

DOORNIK, J.A.; HANSEN, H. An Omnibus test for univariate and multivariate normality. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 70, 927-939, 2008.

DURNEV, A.; KIM, H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, v. 60, n. 3, 2005.

ECKEL, C.; ECKEL, D.; SINGAL, V. Privatization and efficiency: industry effects of the sale of british airways. *Journal of financial economics*, v. 43, 1997.

EISENBERG, T.; SUNDGREN, S., & WELLS, M. T. Larger board size and decreasing firm value in small. *Journal of Financial Economics*, v. 48, n. 1, 1998.

ELSAID, E.; URSEL, N. D. Age, CEO Succession, and Risk Taking. *Accounting and Finance Research*, v. 1, n. 2, p. 77-86, 2012.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The corporate cost of capital and the return on corporate investment. *Journal of Finance*, v. 54, n. 6, p. 1939-1967, 1999.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. F.; CHAN, B. L. *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier. 2009.

FERREIRA, J. The performance of newly privatized firms: The case of Portugal. *Journal of Governance and Regulation*, v. 1, n. 10, 2012a.



FERREIRA, R. N. Governança corporativa e desempenho: uma análise em empresas brasileiras de capital aberto. 2012. 275 p. *Tese de Doutorado*, Universidade Federal de Lavras, Lavras, PR, Brasil, 2012b.

FILATOTCHEV, I. Review Article — Privatisation and Corporate Governance in Transitional Economies. *World Economy*, v. 20, p. 497-510, 1997.

FLORIO, M. Rethinking on public enterprise: Editorial introduction and some personal remarks on the research agenda. *International Review of Applied Economics*, v. 27, 2013.

FONTES FILHO, J. R.; ALVES, C. F. Control mechanisms in the corporate governance of state-owned enterprises (SOEs): a comparison between Brazil and Portugal. *Cadernos Ebape*, FGV, v. 16, n. 1, 2018.

FONTES FILHO, J. R. F.; PICOLIN, L. M. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. *Revista de Administração Pública – RAP*, v. 42, n. 6, 2008.

FREITAS, R. C. *Índice de práticas de governança corporativa em empresas estatais federais: análise comparativa entre empresas estatais federais com empresas listadas no NDGC*. 72 p. Monografia (MBA em Auditoria), Universidade Federal do Paraná, 2016.

FREUND, R. J.; WILSON, W. J.; AS, P. Regression analysis – Statistical Modeling of a response variable. *Elsevier, Inc.*, San Diego, 2006.

GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Cornell Law Faculty Publications*, n. 42, 2008.

GROSSI, G.; PAPENFUß, U.; TREMBLAY, M. S. Corporate governance and accountability of State-owned enterprises: relevance for science and society and interdisciplinary research perspectives. *International Journal of Public Sector Management*, v. 28, n. 4/5, 2015.

GROSSMAN, G.; KRUEGER, A. Environmental impact of a North-American free trade agreement. In: Garber, P. (Ed.), *The U.S. – Mexico Free Trade Agreement*. M.I.T. Press, Cambridge, MA, 1993.

HALL, A. Some aspects of generalized method of moments estimation. In: *Handbook of Statistics*, Elsevier, v. 11, p. 393-417, 1993.

HANSEN, L. P. Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica*, v. 50, n. 4, 1982.

HARFORD, J.; MANSI, S. A.; MAXWELL, W. F. Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*: v. 87, n. 3, p. 535-555, 2008.

HERCIU, M.; SERBAN, R. A. Creating value – from corporate governance to total shareholders return. An overview. *Studies in Business and Economics*, v. 11, n. 2, p. 36-50, 2016.

HOLDERNESS, C. G. A Survey of blockholders and corporate Control. *Economic policy review*, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa* (4a ed.). São Paulo: IBGC. 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Governança Corporativa em empresas estatais listadas no Brasil*. São Paulo: IBGC. 2017.

JANUZZI, F. V.; COELHO, M. de F.; GONÇALVES, C. A.; VIEIRA, L. M. Robustez na análise de dados financeiros: análise fatorial associada à regressão em painel. *Revista de Ciências Administrativas*, v. 21, n. 1, p. 163-183, 2015.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, v. 48, 1993.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JIANG, K.; WANG, S. A contractual analysis of state versus private ownership. *China Economic Review*, v. 43. 2017.

JOHNSTON, J. *Métodos econométricos*. São Paulo: Atlas, 1977.

KARPESHINA, Y.; STOLZ, G.; WEIKARD, R.; ZENG, Y.; Advances in differential equations and mathematical physics. *American Mathematical Society*, 2002.

KILFOYLE, E.; RICHARDSON, A.; MACDONALD, L. Vernacular accountings: Bridging the cognitive and the social in the analysis of employee-generated accounting systems. *Accounting, Organizations and Society*, v. 38, 2013.

KLEIN, A. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, v. 33, p. 375-400, 2002.

KUSUMANINGTIAS, R.; LUDIGBO, U.; IRIANTO, G.; MULAWARMAN, A. D. Rethinking of Corporate Governance. *Procedia - Social and behavioral sciences*, v. 219, 2016.

KYEREBOAH-COLEMAN, A.; BIEKPE, N. The relationship between board size, board composition, ceo duality and firm performance: experience from Ghana. *Corporate ownership and control*, v. 4, 2008.

LAFFONT, J.; TIROLE, J. *A Theory of Incentives in Regulation and Procurement*. M.I.T. Press, Cambridge, MA, 1993.

LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L. Os determinantes da qualidade da governança praticada pelas companhias abertas brasileiras. *Revista de Negócios*, v. 16, n. 3, 2011.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Government Ownership of Banks. *The Journal of Finance*, v. 57, p. 265–301, 2002.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, v. 52, p. 1131–1150, 1997.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Z. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, p. 1113–1150, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

LAZZARINI, S. et al. Empresas estatais no Brasil: uma proposta de reforma institucional. *Inspira*, 2015.

LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A.; PARDENGLER, M. O Estado como acionista: desafios para a governança corporativa no Brasil. In: *O futuro da Governança Corporativa: Desafios e novas fronteiras*. São Paulo: Saint Paul Editora: p. 77-90, 2013.

LEHN, K.; SUKESH, P.; ZHAO, Z. Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000. CEI Working Paper Series 2008-13, *Center for Economic Institutions*, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, 2008.

LI, W.-X.; CHEN, C. C.-S.; FRENCH, J. J. The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: *Evidence from Russia*. *Emerging Markets Review*, v. 13, p. 465–477, 2012.

LIMA, L. I. *Governança corporativa em empresas estatais listadas: as experiências de Nova Zelândia, Índia, Argentina e Arábia Saudita*. 2018. 156 p. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2018.

LIU, X.; SAIDI, R.; BAZAZ, M.; Institutional incentives and earnings quality: The influence of government ownership in China. *Journal of contemporary accounting & economics*, v. 10, n. 3, 2014.

MACEDO, M. A. D. S.; CORRAR, L. J. Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Controladoria - RC&C*, n. 4 v. 1, 2012.

MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R. OLIVEIRA, M. C. Determinantes das práticas de governança corporativa: um estudo nas empresas registradas na CVM. *Advances in scientific and applied accounting*, v. 8, n. 3, 2015.

MARTÍN, J. G.; HERRERO, B. Boards of directors: composition and effects on the performance of the firm. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, v. 31, n. 1, 2018.

MATIAS-PEREIRA, J. A governança corporativa aplicada no setor público brasileiro. *Administração pública e gestão social*, v. 2, n. 1, 2010.

MCCLELLAND, P. L.; O'BRIEN, J. P. Transaction Cost Economics and Corporate Governance: The Case of CEO Age and Financial Stake. *Managerial and Decision Economics*, v. 32, n. 3, p. 141-158, 2011.

MILHAUPT, C. J.; PARGENDLER, M. Governance Challenges of Listed State Owned Enterprises around the World: National Experiences and a Framework for Reform. *European Corporate Governance Institute*, Working Paper, n. 352, p. 1- 66, 2017.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, DESENVOLVIMENTO E GESTÃO. O que são empresas estatais? 2015. Disponível em: <<http://www.planejamento.gov.br/servicos/faq/governanca-das-empresas-estatais/visao-geral-das-empresas-estatais/o-que-sao-empresas-estatais>>.

MIRANDA, K. F.; MELO, J. R. do A.; MARTINS, O. S. Opção pelo Novo Mercado: Qual sua relação com risco e retorno? *Building Knowledge in accounting*, USP, 2016.

MONTGOMERY, D. C.; PECK, E. A.; VINING, G. G. Introduction to linear regression analysis. *John, Wiley and Sons, Inc.*, New York, 2006.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation. An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, pp. 293–315, 1988.

MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G. State-owned enterprises in Brazil: history and lessons. In: *Workshop on State-Owned Enterprises in the Development process*. OECD Publishing, Paris, France, 2014.

NELLIS, J. Is Privatization Necessary? Private Sector – *The World Bank*, FPD, n. 7, 1994.

OKIMURA, R. T. *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil. 2003.

OLIVEIRA, M. M. *Econometria*. Alfragide, Portugal: McGraw-Hill, 1997.

OLIVEIRA, F. N. de; MOSER, E. Determinantes da estrutura de liderança do conselho das empresas brasileiras. Banco Central do Brasil, *Trabalhos para Discussão*, n. 397, 2015.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OECD. *Transparency and disclosure measures for state-owned enterprises (SOEs): Stocktaking of national practices*. 2016.

PALANIAPPAN, G. Determinants of corporate financial performance relating to board characteristics of corporate governance in Indian manufacturing industry: An empirical study. *European Journal of Management and Business Economics*, v. 26, n. 1, p. 67-85, 2017.

PARGENDLER, M. Governing State Capitalism: The Case of Brazil. *Columbia Law School*, 2014.

PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 17, 2013.

PFEFFER, J.; SALANCIK, G. *The external control of organizations: A resource-dependence perspective*. New York: Harper and Row, 1978.

RAZALI, W. A. A. W. M.; ARSHAD, R. Disclosure of corporate governance structure and the likelihood of fraudulent financial reporting. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, v. 145, 2014.

RODRIGUES, R. L. *Teoria de agência, governança corporativa e política de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto*. 2015. Dissertação (Pós-graduação em controladoria e contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil

ROYSTON, J. P. Algorithm AS 181: the W test for normality. *Journal of the Royal Statistical Society: série C - applied statistics*, London, v. 31, n. 2, 1982.

SAPPINGTON, D.; STIGLITZ, J. Privatization, information, and incentives. *J. Pol. Anal. Manage*, v. 6, p. 567–582, 1987.

SARGAN, J. D. The estimation of economic relationships using instrumental variables. *Econometrica*, v. 26, n. 3, 1958.

SAVICKAITE, M.; RIMKUS, A. *State Owned and Privately Owned Entities in the EU: Comparative analysis of capital structure, profitability and efficiency. Are there incentives for privatization?* 2011. 144 f. (Master Thesis dissertation), Aarhus School of Business, 2011.

SETIA-ATMAJA, L.; TANEWSKI, G. A.; SKULLY, M. The Role of Dividends, Debt and Board Structure in the Governance of Family Controlled Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 36, p. 863–898, 2009.

SHAPIRO, S. S.; WILK, M. B. An analysis of variance test for normality (complete samples). *Biometrika*, v. 52, 1965.

SHLEIFER, A. State versus private ownership. *Journal of Economic Perspective*, v. 12, p. 133–150, 1998.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of finance*, v. 52, p. 737-777, 1997.

SILVA, A. L. C. *A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras*. 2002. 137 p. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, 2002.

SILVA, A. L. C. *Governança Corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma*. São Paulo: Saraiva, 2006.

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, 2005.

SILVEIRA, A. M. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2005. (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

SILVEIRA, A. D. M. da; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração*, v. 39, n. 4, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. da; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. de C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *RAC*, v. 12, n. 3, 2008.

SLOVIN, M.; JOHNSON, S. A.; GLASCOCK, J. Firm size and the information content of bank loan agreements. *Journal of Banking and Finance*, v. 18, p. 1057-1071, 1992.

SONNENFELD, J. A. What makes great board great. *Harvard Business Review*, 2002.

STULZ, R. M. Managerial control of voting rights: financing policies and market of corporate control. *Journal of Financial Economics*, v. 20, n.1, 1998.

THOMSON. S.; CONYON. M. *Corporate Governance: mechanisms and systems*. Berkshire: McGraw Hill, 2012,

TITMAN, S.; WEI, K.; XIE, F. Capital investments and stock returns. *Journal of financial and quantitative analysis*, v. 39, n. 4, p. 677-700, 2004.

TRACY, W. K.; SHAILER, G. Does Ownership Identity Matter? A Meta-analysis of Research on Firm Financial Performance in Relation to Government versus Private Ownership. *Abacus*, v. 54, n. 1, 2018.

VALENTI, M. A.; LUCE, R.; MAYFIELD, C. The effects of firm performance on corporate governance. *Management Research Review*, v. 34, n. 3, 2011.

VERNON, R. The international aspects of state-owned enterprises. *Journal of international business studies*, v. 10, n. 3, 1979a.

VERNON, R. The product cycle hypothesis in a new international environment. *Oxford bulletin of economics and statistics*, v. 41, n. 4, 1979b.

VIEIRA, C. A. M.; MARTINS, O. S. Influência da estrutura do conselho de administração e do controle corporativo no turnover do CEO das empresas abertas no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 15, n. 34. 2018.

VILHENA, F. A. C. de; 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 da USP*, v. 22, n. 1, 2015.

- VINING, A. R.; BOARDMAN, A. Ownership versus competition: efficiency in public enterprise. *Public Choice*, v. 73, 1992.
- VINTILA, G. Study on CEO duality and corporate governance of companies listed in bucharest stock Exchange. *Revista Romana de Estatística*, n. 2, 2013.
- YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, v. 40, n. 2, 1996.
- WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1986.
- WEN, Y.; RWEGASIRA, K.; BILDERBEEK, J. Corporate governance and capital structure decisions of the chinese listed firms. *Corporate Governance: an international review*, v. 10, 2002.
- WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge, MA: MIT Press, 2010.
- WU, X. Corporate governance and corruption. *Governance*, v. 18, n. 2, p. 151-170, 2005.
- ZIBORDI, C. de M. A. Os níveis diferenciados de práticas de governança corporativa da Bovespa. Departamento de Direito, *Pontificia Universidade Católica*, 2007.
- ZIVOT, E.; WANG, J. Generalized Method of Moments. In: *Modeling Financial Time Series with S-PLUS®*. Springer, New York, NY, 2006.
- ZOU, K. H.; TUNCALI, K.; SILVERMAN, S. G. Correlation and simple linear regression. Statistical concepts series, *Harvard Medical School*, 2003.