

PRÁTICAS DE GOVERNANÇA E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS, SOB A ÓTICA DO INDICADOR DE GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS (IG-SEST)

Anna Paula Bezerra Dos Santos - Universidade de Fortaleza

Paulo Roberto De Carvalho Nunes - Universidade de Fortaleza

Romulo Alves Soares - Universidade de Fortaleza

Leonel Gois Lima Oliveira - UNICHRISTUS - Centro Universitário Christus

Rubens Carlos Rodrigues - UNIFOR

Resumo

As empresas estatais, em sua essência, não são orientadas para a obtenção de lucros, estando muitas vezes alinhadas com uma abordagem voltada para os stakeholders. O objetivo desta pesquisa é analisar a relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro das empresas estatais à luz do Indicador de Governança das Empresas Estatais (IG-Sest), após a Lei nº. 13.303/2016. Realizou-se pesquisa descritiva dos relatórios econômico-financeiros para os anos 2018 a 2021 e do 1º ao 6º ciclo do IG-Sest, das 43 empresas estatais federais de controle direto da União com dados disponíveis. Com base nos resultados, não foi evidenciada a influência do indicador de governança corporativa no desempenho econômico-financeiro das estatais. Conclui-se que o IG-Sest não tem impacto significativo sobre nenhuma das variáveis econômicas e financeiras das empresas pertencentes à amostra. A análise da influência do Indicador de Governança com os indicadores de desempenho empresarial das empresas estatais federais permite fundamentar a atuação empresarial do Estado, subsidiando debates futuros sobre privatizações e gerando, por parte das empresas estatais, a ampliação das discussões e revisão da definição de políticas públicas pelos representantes, que proporcionem redução da dependência de recursos governamentais, como forma de contribuição à sociedade civil.

Palavras-chave: Desempenho econômico-financeiro. Empresas estatais federais. IG-Sest.

Abstract

State-owned companies, in essence, are not profit-oriented and are often aligned with a stakeholder-oriented approach. The objective of this research is to analyze the relationship between corporate governance practices and the economic-financial performance of state-owned companies in light of the State-owned Companies Governance Indicator (IG-Sest), following Law no 13,303/2016. Descriptive research was carried out on the economic-financial reports for the years 2018 to 2021 and from the 1st to the 6th cycle of the IG-Sest, of the 43 federal state-owned companies directly controlled by the Union with available data. Based on the results, the influence of the corporate governance indicator on the economic-financial performance of state-owned companies was not evident. It is concluded that IG-Sest does not have a significant impact on any of the economic and financial variables of the companies belonging to the sample. The analysis of the influence of the Governance Indicator with the business performance indicators of federal state-owned companies makes it possible to base the State's business activities, subsidizing future debates on privatizations and generating, on the part of state-owned companies, the expansion of discussions and review of the definition of policies by representatives, which provide a reduction in dependence on government resources.

Keywords: Economic-financial performance. Federal state-owned companies. IG-Sest.

PRÁTICAS DE GOVERNANÇA E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS, SOB A ÓTICA DO INDICADOR DE GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS (IG-SEST)

1. Introdução

Além de contribuir para a redução de custos de capital, a governança corporativa agrega valor às sociedades ao proporcionar mecanismos mais efetivos para consolidar negócios competitivos (Jesus; Dalongaro, 2018). Controles adequados dentro da sociedade possibilitam um melhor raciocínio estratégico e oferecem à administração novas perspectivas e o “contato com a realidade” (Rodrigues; Machado, 2021). Conselheiros e diretores competentes, experientes e bem selecionados agregam valor real ao processo deliberativo das sociedades às quais prestam serviço. Os benefícios de uma boa governança em termos de agregar valor a longo prazo elevam o nível de confiança entre todos os acionistas. Assim, líderes empresariais devem desempenhar um papel preponderante nos debates públicos a respeito de governança corporativa (Minuzzi; Pinto, 2022)

A agenda da boa governança no setor público – traduzida especialmente na oferta de bens e serviços de qualidade, com transparência, participação social, integridade, *accountability* e menor custo para a população – se apresenta como um modelo importante para viabilizar o desenvolvimento socioeconômico, político, cultural e ambiental, exigindo formas colaborativas e transparentes entre a administração pública e o setor não governamental (Pereira, 2022).

As empresas estatais federais são um dos instrumentos utilizados pelo Governo para atingir seus objetivos de maximizar o bem-estar da sociedade, por meio da entrega de bens e serviços públicos, cujas ações estão reunidas em estratégias definidas como políticas públicas (Raeef, 2021), seja pelo volume dos ativos e importância econômica das empresas estatais, nos vários níveis federativos, seja por sua influência histórica na construção do modelo de desenvolvimento nacional, as empresas estatais têm tido uma expressiva influência nas dimensões sociais (geração de empregos e políticas de pessoal, em geral oferecendo condições acima dos padrões do mercado privado, funcionando como um direcionador); econômicas (pois representam fontes importantes de receitas para os governos pelos dividendos distribuídos, pelo poder de apoiar setores e programas de desenvolvimento, e pelos próprios investimentos que realizam) e políticas (por se qualificarem como atores de destaque das composições políticas e das barganhas na formação das coalizões de poder) (Fontes Filho; Alves, 2018).

A Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (Sest), vinculada à estrutura da Secretaria Especial de Desestatização, Desinvestimento e Mercados do Ministério da Economia, foi criada com objetivo de propor e estabelecer diretrizes e parâmetros de atuação sobre política de pessoal, governança e orçamento das empresas em que a União detém a maioria do capital social com direito a voto, direta ou indiretamente. A Secretaria contribui para a transparência e maior eficiência do gasto público, através da divulgação de dados relevantes e do aprimoramento da governança nas estatais federais brasileiras.

A Lei nº 13.303/2016 dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias. Uniformiza e racionaliza o tratamento dos empreendimentos estatais, instituindo regras de governança, práticas de gestão de riscos e de controles internos. Estabelece requisitos mínimos de transparência, propiciando maior clareza à sociedade em relação, por exemplo, aos compromissos para a consecução de políticas públicas e à situação econômico-financeira. Impõe um realinhamento estratégico do Estado na qualidade de acionista. No âmbito da União, a Lei das Estatais foi regulamentada pelo Decreto nº 8.945, de 27 de dezembro de 2016 (SEST, 2021).

Para mensurar a performance das estatais federais foi criado, em 2016, pela Sest, o Indicador de Governança das Empresas Estatais – o IG-Sest, que possui como objetivo

fundamental acompanhar o desempenho das empresas estatais federais quanto ao cumprimento dos requisitos exigidos pela Lei nº 13.303/2016, regulamentada pelo Decreto nº 8.945/2016, e pelas Resoluções da Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União (CGPAR). Conforme preceituam os regulamentos de cada ciclo, os resultados apurados constituem um retrato da governança no momento da aplicação do questionário pela Secretaria, auxiliando da definição das políticas públicas.

No ano de 2021, após uma revisão técnica pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Brasil foi considerado aderente ao instrumento de melhores práticas de governança corporativa para empresas estatais. Trata-se de muito mais do que o reconhecimento do valor do que já foi feito, a adesão a esse instrumento da OCDE representa um compromisso do Brasil com a continuidade de um processo virtuoso de reformas (Raef, 2021).

A relação entre o desempenho econômico-financeiro e a Governança Corporativa é sempre discutida na literatura. Há estudos que atribuem à Governança Corporativa a capacidade de influenciar o desempenho das empresas, assim como existem resultados que demonstram que o desempenho é capaz de influenciar as práticas de Governança Corporativa (Telles, 2021).

A presente pesquisa tem o intuito de responder à seguinte questão: Como as práticas de governança corporativa se relacionam com o desempenho econômico-financeiro das empresas estatais após o advento da Lei nº 13.303/2016? Visando responder a esse questionamento, o objetivo deste estudo é analisar a relação entre as práticas de governança e o desempenho econômico-financeiro das empresas estatais federais à luz do Indicador de Governança das Empresas Estatais (IG-Sest).

Para atingir esse objetivo, foram utilizados dados do período compreendido entre os anos 2018 e 2021, compondo uma amostra longitudinal de 43 empresas estatais federais, segregadas por setor de atividade e por dependência de recurso da União.

Esta pesquisa é relevante para fundamentar a atuação empresarial do Estado sob o enfoque do IG-Sest e para fornecer informações sobre a intervenção do Estado na economia nas empresas estatais que exploram atividade econômica em concorrência com empresas privadas, contribuindo para a sua perenidade e subsidiando debates futuros sobre privatizações.

A contribuição para a academia encontra-se na abordagem empírica utilizada, oferecendo subsídios para o avanço de novos estudos relacionados ao tema abordado. O estudo possibilitará gerar, por parte das empresas estatais, a ampliação das discussões e revisão da definição de políticas públicas pelos representantes, que proporcionem redução da dependência de recursos governamentais, como forma de contribuição à sociedade civil.

A pesquisa torna-se diferenciada por considerar que os indicadores de governança de cada ano são variáveis explicativas dos indicadores econômicos e financeiros e que os dados relativos a setor e dependência de recursos da União se comportam como variáveis de controle em relação às empresas e aos indicadores.

O diagnóstico feito por Nunes e Silva (2019) demonstrou a realidade da governança das estatais cearenses, evidenciando as oportunidades de aprimoramento quanto à aderência aos mecanismos e práticas legais de governança, como medidas para resolução do conflito de agência e como termômetro para a confiança e a atração de investidores, afetando diretamente o valor dessas organizações.

Destarte, o estudo pretende contribuir para o aprofundamento do tema em todas as empresas públicas, seja no âmbito municipal, estadual ou federal e nas empresas privadas, sobretudo nas empresas de capital aberto, que focam notadamente no seu valor de mercado. Justifica-se ainda, pela relevância, sob a ótica social e econômica, da adoção de boas práticas de governança corporativa nas empresas, mais especificamente nas empresas estatais, que exercem atividade de interesse público e atuam em prol da coletividade.

2. Fundamentação Teórica

2.1 Governança

A OCDE é uma organização internacional que tem o objetivo de estimular a prosperidade, a igualdade, a oportunidade e o bem-estar para todos, e percebe a governança como instrumento de desenvolvimento sustentável (econômico, ambiental e social) para o crescimento econômico mundial (Altounian; Sousa; Lapa, 2017).

Nessa lógica, a governança também pode ser conceituada como aquisição e distribuição de poder na sociedade, e, em um contexto corporativo, passa a ser compreendida como o modo pelo qual são administradas as organizações (Silva; Nunes, 2019). A governança garante manutenção e geração de valor das empresas, assim como, é instrumento de monitoramento dos sinais do mercado, identificando concentração excessiva de poder, conselho de administração ineficaz, investidores omissos, ausência de ética empresarial, desonestidade e falha dos agentes reguladores do mercado. É possível destacar que a governança tem papel fundamental nas organizações, gerando valor e garantindo o alinhamento dos interesses da organização com os de todas as partes relacionadas (Barroso *et al.*, 2021).

As questões sobre governança corporativa receberam pouca atenção até o maior escândalo corporativo de 2001 e 2002 – incluindo nesta lista a Enron, World Com, Health South, Global Crossing e outras empresas com sede nos Estados Unidos da América, estendendo-se também a episódios envolvendo grandes empresas em outros países (Agrawal; Chadha, 2005; Coffee, 2005).

Uma boa governança torna os negócios mais seguros e menos expostos a riscos externos ou de gestão, reforça competências para enfrentar níveis de complexidade renovados, amplia as bases estratégicas da criação de valor, é fator de harmonização de interesses e, ao contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumenta a confiança dos investidores. Fortalece, assim, o mercado de capitais e constitui-se mesmo em fator do crescimento econômico (Rosseti; Andrade, 2019).

A governança possui o papel organizador dos controles internos com uma visão mais ampla e aprofundada, e uma postura mais comprometida com a profundidade organizacional e os ganhos de eficiência e da qualidade da gestão dos negócios da empresa (Souza; Thesing; Llano; Becker, 2019). A governança, portanto, busca conciliar interesses com o objetivo de agregar valor ao negócio e ampliar a captação de recursos e investimentos, contribuindo para a qualidade da gestão e perenidade das organizações (IBGC, 2015).

A OCDE divulga diretrizes sobre diversos temas, inclusive sobre governança corporativa em empresas estatais, servindo como recomendações aos países sobre como atuar de forma responsável enquanto proprietários de empresas, auxiliando as estatais a serem mais competitivas, eficientes e transparentes (SEST, 2021).

2.2 Governança em empresas estatais

As empresas estatais, em sua essência, não são orientadas para a obtenção de lucros como seu principal objetivo, pois são concebidas para perseguir metas diversas, estando muitas vezes alinhadas com uma abordagem voltada para os stakeholders. Essa orientação é a norma, a menos que haja a presença de acionistas privados ou quando a empresa está em processo de privatização. Nestes cenários específicos, a presença de sócios privados ou a temporariedade da participação estatal justifica a consideração do lucro como um objetivo fundamental. Todavia, é fundamental observar que, nos casos em que a parceria entre o Estado e acionistas privados não é de natureza temporária, surgem desafios significativos. Com o passar do tempo, os interesses dos acionistas privados podem entrar em conflito com outros objetivos que justificam a presença contínua do Estado como acionista. Nesses contextos, a gestão eficaz das divergências de interesses torna-se uma questão crucial, demandando estratégias claras e

políticas bem definidas para assegurar um equilíbrio entre as metas comerciais e as responsabilidades sociais inerentes às empresas estatais (Fontes Filho; Alves, 2018).

Apesar da maior independência da administração introduzida pela Lei nº 13.303/16, empresas estatais estão sujeitas, em essência, ao ciclo político, uma vez que a situação de isolamento não seria tampouco desejável. Estão também sujeitas aos arranjos e interesses das coalizões (temporárias) de poder, e mais expostas às pressões de grupos políticos e interesses diversos, como de fornecedores, empregados e sindicatos, grupos sociais etc. Por certo é também muito mais intensa a pressão sobre as estatais pela melhor adequação às práticas de responsabilidade socioambiental, principalmente aquelas de maior porte, das quais frequentemente se espera que tenham um papel de liderança na adoção das melhores práticas difundidas no mercado (Fontes Filho; Alves, 2018).

Como contribuição ao processo de aperfeiçoamento da governança no setor público, o Tribunal de Contas da União (TCU) lançou, em 2014, a primeira versão do Referencial Básico de Governança (RBG), com orientações e incentivos à implementação de boas práticas de governança por organizações públicas, principalmente pelo próprio TCU. Nos anos seguintes, as versões foram aperfeiçoadas, servindo de modelo de autoavaliação em governança pública organizacional para aquelas organizações que desejassem promover suas próprias melhorias (TCU, 2020).

A Lei nº 13.303/16 estabelece também que a carta anual deve ter ampla publicidade, e estar em linguagem clara e direta. Ao exigir essa publicação, percebe-se que a Lei objetiva permitir que a sociedade possa acompanhar as ações das estatais, avaliar seu atendimento ao interesse coletivo e ao cumprimento das políticas públicas. Logo, a sociedade pode agir como um agente fiscalizador, complementando a estrutura de governança da estatal (SEST, 2021).

O art. 27 da Lei nº 13.303/16 traz como função social das empresas a realização do interesse coletivo ou de atendimento a imperativo da segurança nacional expressa no instrumento de autorização legal para a sua criação. Por isso, a realização do interesse coletivo deverá ser orientada para o alcance do bem-estar econômico e para a alocação socialmente eficiente dos recursos geridos pela empresa pública e pela sociedade de economia mista, bem como para o seguinte (art. 27, § 1º): ampliação economicamente sustentada do acesso de consumidores aos produtos e serviços da empresa pública ou da sociedade de economia mista; e o desenvolvimento ou emprego de tecnologia brasileira para produção e oferta de produtos e serviços da empresa pública ou da sociedade de economia mista, sempre de maneira economicamente justificada. As estatais também deverão, nos termos do art. 27, § 2º da referida Lei, adotar práticas de sustentabilidade ambiental e de responsabilidade social corporativa compatíveis com o mercado em que atuam (Brasil, 2016).

O regulamento do IG-Sest (2021) afirma, ainda, que a Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei n.º 13.303/2016) preenche uma lacuna normativa de quase duas décadas do artigo 173 da Constituição Federal de 1988, proporcionando ainda:

- a) Uniformidade e racionalização do tratamento dos empreendimentos estatais, trazendo segurança jurídica;
- b) Aproximação das empresas estatais de paradigmas privados de gestão e controle, proporcionando eficiência e resultados mensuráveis;
- c) Diálogo com a sociedade, verdadeiro acionista das empresas estatais, através da carta anual de política pública e da governança corporativa;
- d) Imposição de um realinhamento estratégico do Estado na qualidade de acionista imediato;
- e) Mudança de postura na condução dos seus empreendimentos, gerando confiança no mercado.

As informações mencionadas na presente subseção tiveram como fonte os regulamentos do 1º ao 6º ciclo do IG-Sest, disponíveis no caminho: <https://www.gov.br/economia/pt->

br/assuntos/empresas-estatais-federais/igsest e acessados durante os meses de março e junho de 2023 (BRASIL, 2017, 2018, 2019, 2021, 2022).

O IG-Sest busca conformidade com as melhores práticas de mercado e maior nível de excelência para as empresas estatais federais de controle direto da União (dependentes ou não dependentes) e estabelece um ranking das empresas estatais de acordo com o grau de implementação dos diversos mecanismos de compliance prescritos nos referidos diplomas legais, e que dizem respeito aos princípios de transparência da gestão e do interesse público. À Sest, no exercício de sua missão, coube a tarefa de induzir as estatais federais ao cumprimento da Lei, emergindo o IG-Sest (Gama; Barbosa, 2021).

Nos regulamentos do IG-Sest constam que seus objetivos institucionais foram implementados com a visão de:

- 1) Mecanismo de avaliação de políticas públicas;
- 2) Mecanismo de avaliação da internalização da Lei nº 13.303/2016;
- 3) Mecanismo de avaliação da governança corporativa das empresas estatais federais de controle direto.

As análises, resultados e apontamentos emitidos pela Sest não pretendem adentrar o escopo de atuação dos órgãos de supervisão, controle e fiscalização das empresas estatais federais, tampouco, tem o objetivo de apontar se há ou não indícios de irregularidades ou desvio de conduta na empresa.

Nessa mesma perspectiva, a situação econômica, financeira, de liquidez e solidez empresarial, bem como outras variáveis não abrangidas pelo IG-Sest, deverão ser avaliadas por instrumentos adequados utilizados pela empresa, cujo resultado é obtido por nota entre 0 e 10, sendo o 10 o melhor Indicador de Governança para a empresa avaliada.

A empresa recebe um relatório de avaliação individual, de caráter reservado e exclusivo, com o resultado da análise do IG-Sest, contendo: nível de governança, nota obtida, gráfico demonstrativo, resumo dos itens não atendidos e respectivo grau de criticidade, comentários e/ou conclusões e recomendações. O ranking com as notas obtidas em cada ciclo pelas empresas fica disponível no site da Sest.

Sob a ótica de Gama e Barbosa, (2021, p. 29), “com a divulgação pública do ranking, que ressalta a melhor ou pior governança, as estatais avaliadas tiveram que sair da ‘zona de conforto’, passando a disputar, umas com as outras, as melhores colocações no IG-Sest.”, os quais identificaram ainda que, como consequência, o IG-Sest tornou efetiva a adoção de instrumentos de governança e compliance e funcionou como agente de indução para a efetividade da adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas estatais.

Na compreensão de Barroso *et al.* (2021), a transformação do cenário econômico mundial, com o amadurecimento dos mercados de capitais, acentuou a competitividade empresarial e alterou o nível de exigência informacional e administrativa na relação entre gestores e investidores. No Brasil, a privatização de grandes empresas e a modernização do mercado de capital tornaram a transparência das informações contábeis e das práticas administrativas imprescindíveis para sustentar a confiabilidade dos investidores e dos financiadores para a captação de recursos financeiros.

2.3 Indicadores financeiros

O conceito de governança corporativa sob a ótica econômico-financeira foi proposto por Shleifer e Vishny (1997) ao comentarem sobre as relações de agência. Os investidores sentem-se protegidos com relação ao retorno de suas aplicações quando a prática da governança corporativa é adotada nas empresas. Tanto os credores, como os acionistas, possuem maior disposição em aplicar seus recursos nas organizações preocupadas em proteger seus direitos contra a expropriação dos controladores (Vieira *et al.*, 2011).

Para Anoroza (2013), a análise das demonstrações financeiras é um dos instrumentos mais imprescindíveis ao gerenciamento contábil. Ela é essencial para avaliar a situação econômico-financeira dos fornecedores, concorrentes e para o próprio uso interno da empresa.

Para Bruni (2011), os Indicadores Financeiros e Econômicos usualmente utilizados na análise das Demonstrações Contábeis são: Indicadores de Liquidez, Indicadores de Endividamento, Indicadores de Lucratividade, Indicadores de Atividade, Indicadores de Rentabilidade e Indicadores Econômicos. Utilizando os indicadores de desempenho empresarial, Gotardelo (2006) encontrou uma relação positiva entre *Return on Assets* (ROA) e *Return on Equity* (ROE) e atributos de governança, estes foram analisados neste estudo como taxa de retorno sobre investimento (TRI) e taxa de retorno sobre patrimônio líquido (TRPL), respectivamente.

Pesquisas como as de Bonisen e Santos (2013), Brunetto (2013), Marinho e Marinho (2019) e de Rocha, Contani e Reco (2017) buscaram revelar os efeitos da governança corporativa sobre o quadro organizacional, econômico e financeiro das empresas brasileiras do varejo. Assim, notou-se que tais ações influenciam positivamente os padrões organizacionais e o valor das ações na bolsa de valores dessas companhias. No entanto, o mesmo esforço não tem sido despendido para a identificação do nível de evidenciação das práticas de governança corporativa do setor varejista.

A integração entre informações financeiras e não financeiras também motivou Kaplan e Norton (1992) a propor o *Balanced Scorecard* (BSC) como um sistema para avaliar o desempenho organizacional por dimensões desde 1992. No setor público, o BSC foi utilizado como um sistema adaptável de medição de desempenho (Mooraj; Oyon; Hostettler, 1999) que motivou outras entidades a inserirem a dimensão socioambiental na estrutura do BSC adaptada às estatais (Cunha, 2021).

Relaciona-se a governança com volatilidade das ações e valor de mercado, variável a qual se apresentou mais consistente significativa dentro do escopo do estudo (Gotardelo, 2006). Ribeiro (2009) concluiu que empresas com governança corporativa mais acentuada possuem melhor rentabilidade sobre seu patrimônio líquido. Em sentido oposto, Silveira (2004) não encontrou uma relação positiva entre desempenho e atributos da governança corporativa utilizando-se o ROA.

Toda a discussão sobre governança corporativa parte da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Em suma, a questão básica na pesquisa é saber se o indicador IG-Sest exerce influência no desempenho econômico e financeiro das empresas estatais de controle direto da União.

3. Procedimentos metodológicos

3.1 Coleta dos Dados

O estudo aqui desenvolvido, envolvendo dados secundários, apresenta as seguintes características metodológicas da tipologia da pesquisa quanto: aos objetivos da pesquisa: descritiva; aos procedimentos: pesquisa documental; e abordagem do problema da pesquisa: quantitativa (Richardson *et al.* (2008)).

A pesquisa documental utiliza informações extraídas das demonstrações contábeis e do endereço eletrônico do Ministério da Economia: <https://www.gov.br/economia/pt-br>.

A população pesquisa compreende a base das empresas estatais federais de controle direto da União, que também foram público-alvo do IG-Sest, para o período de 2018 a 2021. No primeiro e no segundo ciclo do IG-Sest, foram avaliadas 48 empresas, sendo 18 dependentes de recursos do Tesouro Nacional e 30 não dependentes. As certificações foram concluídas em 10/11/2017 e 11/05/2018, respectivamente. No terceiro e no quarto ciclo, com a saída da

empresa Codomar (encerrada em set/2020) foram avaliadas 47 empresas de controle direto da União, tendo sua certificação concluída em 23/11/2018 e 09/08/2019, respectivamente.

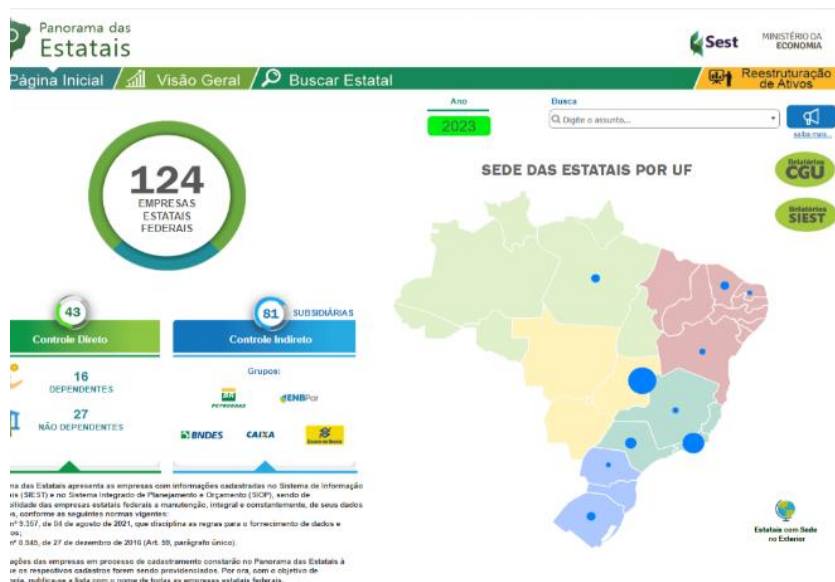
No 5º ciclo do IG-Sest, concluído em 01/12/2021 foram avaliadas 45 empresas de controle direto da União. As empresas Ceitec (processo de liquidação) e Casemg (encerrada em out/2020) foram excluídas. No 6º ciclo do IG-Sest, a SPA adotou a nova denominação social de Autoridade Portuária de Santos S.A., em substituição a Codesp, totalizando 44 empresas estatais federais de controle direto. A Ceitec, empresa em processo de reestruturação, foi excluída da amostra por apresentar dados zerados nas demonstrações contábeis do ano 2021.

Em seguida, foram extraídas as informações das demonstrações contábeis de cada empresa: ativo, ativo circulante, patrimônio líquido, passivo circulante, passivo não circulante e lucro líquido para cálculo dos indicadores econômicos e financeiros.

O IG-Sest não apresentou padronização de prazo na divulgação dos seus regulamentos e dos seus resultados ao longo dos seis ciclos já ocorridos até o momento.

O Panorama das Estatais (Ministério da Economia, 2022, um painel interativo, atualizado diariamente, que apresenta dados gerais sobre as empresas estatais federais, em que é possível visualizá-los por diversas perspectivas, conforme a Figura 1.

Figura 1 – Panorama das Estatais



Fonte: Ministério da Economia (2022).

Após inserir o nome da empresa estatal, o panorama disponibilizado no endereço eletrônico: <https://www.gov.br/economia/pt-br> apresenta as demonstrações contábeis numa visão detalhada e simplificada. Para o estudo, os dados contidos na visão simplificada foram suficientes para extração das informações econômicas e financeiras no período informado, das 43 empresas estatais federais de controle direto. Ademais, por não dispor no mesmo endereço eletrônico, as informações contábeis das empresas Eletrobras e EPL foram extraídas, respectivamente, dos endereços eletrônicos: <https://eletrobras.com/pt/Paginas/Empresas-Eletobras.aspx> e <https://portal.epl.gov.br/>.

3.2 Estratégia de Análise

As informações contábeis foram consolidadas em uma planilha e em seguida, aplicou-se as fórmulas para definição dos indicadores de desempenho empresarial.

Para testar a hipótese de como o indicador de governança das empresas estatais federais pode exercer influência no desempenho econômico e no desempenho financeiro das respectivas empresas, utilizou-se a análise de dados em painel. O uso de dados organizados numa dimensão transversal é considerado mais robusto do ponto de vista econométrico, pois permite, por exemplo, identificar efeitos que isoladamente as dimensões longitudinais e transversais não capturariam (Wooldridge, 2002).

A fim de testar o modelo de análise em painel mais adequado aos dados, se o de efeitos fixos ou o de efeitos aleatórios foram empregados dois testes. O primeiro deles foi o Teste de Hausman que, segundo Greene (2002), pode ser usado para avaliar a adequabilidade do modelo de efeitos aleatórios em comparação com o de efeitos fixos, sendo a hipótese nula de que o primeiro é mais apropriado. O segundo teste, para os painéis de efeitos fixos, foi realizado um Teste F, que, conforme o mesmo autor, analisa a hipótese de que os coeficientes associados a variáveis dummies dos períodos temporais são estatisticamente iguais a zero, isto é, se o efeito do tempo deve ser considerado. O tratamento dos dados foi feito com uso de planilha eletrônica no Excel e no software RStudio.

A análise multivariada requer testes de suposições para validação da amostra em relação à técnica utilizada. Segundo Corrar, Dias Filho e Paulo (2009), a aplicação apropriada de um procedimento estatístico depende do cumprimento de um conjunto de pressupostos, sendo necessários para a Regressão Múltipla (RM), os apresentados a seguir: normalidade de resíduos; homoscedasticidade dos resíduos; linearidade dos coeficientes; ausência de autocorrelação serial nos resíduos; e multicolinearidade entre as variáveis independentes.

O presente estudo focou na relação de dependência entre variáveis. Foi considerada como variável independente o IG-Sest e múltiplas variáveis dependentes (TRI, TRPL, LC, END), todas medidas de forma quantitativa. Constaram ainda duas variáveis de controle, representadas pelo setor (SE) e dependência de recursos do Tesouro (DU), variáveis qualitativas da pesquisa.

O modelo geral de dados em painel foi expresso pelas seguintes equações, considerando que cada modelo correspondeu a um ano da base da pesquisa, de 2018 a 2021:

$$TRI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IG\text{Sest}_{i,t} + \beta_2 DU_i + \beta_3 LC_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 SE_i + \varepsilon_{i,t} \text{ (Modelo 1)}$$

$$TRPL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IG\text{Sest}_{i,t} + \beta_2 DU_i + \beta_3 LC_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 SE_i + \varepsilon_{i,t} \text{ (Modelo 2)}$$

$$LC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IG\text{Sest}_{i,t} + \beta_2 DU_i + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 SE_i + \varepsilon_{i,t} \text{ (Modelo 3)}$$

$$END_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IG\text{Sest}_{i,t} + \beta_2 DU_i + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 LC_{i,t} + \beta_5 SE_i + \varepsilon_{i,t} \text{ (Modelo 4)}$$

em que TRI representa a Taxa de Retorno dos Investimentos, TRPL representa a Taxa de Retorno do Patrimônio Líquido, LC representa a Liquidez Corrente e END representa o Grau de Endividamento. Todas estas são variáveis dependentes na pesquisa, formando os Modelos de 1 a 4, respectivamente. A variável IG Sest é a variável independente explicativa em todos os modelos. Há ainda variáveis de controle: DU, variável *dummy* que assume 1 quando há dependência da União, e 0 caso contrário; e Setor. As variáveis financeiras que não foram usadas como variável dependente em determinado modelo, também foram incorporadas como variáveis de controle. Além disso, o índice *i* é relativo às empresas, e o índice *t* aos anos da amostra.

4. Análise dos Resultados

No decorrer deste capítulo serão apresentados os resultados obtidos por meio do uso das técnicas estatísticas estabelecidas no método da pesquisa sobre as amostras de dados que contêm as informações dos indicadores para os anos de 2018 a 2021.

Inicialmente, foi realizada uma análise descritiva dos valores apresentados nos indicadores de 2018 a 2021 para todas as empresas constante na Tabela 01.

Tabela 01 – Média dos Indicadores 2018 a 2021

Ano	Estatística	IGSES	TRI	TRPL	LC	END
2018	Média	7,05	0,00	0,03	4,01	0,58
	Desvio	1,91	0,11	0,34	9,84	0,36
	Mínimo	2,14	-0,34	-1,07	0,13	0,03
	Máximo	10,00	0,39	0,95	49,34	1,36
2019	Média	7,26	0,03	0,06	2,01	0,67
	Desvio	1,98	0,12	0,41	2,16	0,35
	Mínimo	3,62	-0,32	-1,40	0,17	0,07
	Máximo	10,00	0,48	1,27	10,93	1,57
2020	Média	8,27	0,01	0,10	1,93	0,66
	Desvio	1,77	0,08	0,46	1,99	0,34
	Mínimo	4,64	-0,14	-1,14	0,13	0,12
	Máximo	10,00	0,30	1,61	10,02	1,50
2021	Média	7,94	0,00	0,08	3,96	0,68
	Desvio	1,31	0,10	0,40	11,28	0,39
	Mínimo	4,56	-0,32	-1,49	0,11	0,01
	Máximo	10,00	0,16	1,01	72,46	1,69
Geral	Média	7,63	0,01	0,07	3,00	0,65
	Desvio	1,81	0,10	0,40	7,72	0,36
	Mínimo	2,14	-0,34	-1,49	0,11	0,01
	Máximo	10,00	0,48	1,61	72,46	1,69

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

A média do IG-Sest das empresas constantes na amostra não demonstrou significativa alteração no período avaliado, iniciando em 7,05 no ano 2018 e chegando em 7,94 no ano 2021, ou seja, um incremento de apenas 12,62% no decorrer de quatro anos.

Além do lapso temporal entre os ciclos do IG-Sest, referido cenário pode ser um reflexo da pandemia do coronavírus vivenciada entre os anos 2020 e 2022, e fez com que muitos processos fossem suspensos em virtude da emergência sanitária. Ademais, muitos servidores adotaram o regime de home office, o que pode ter inviabilizado a prática de medidas para melhorias dos indicadores de governança corporativa, em virtude da necessidade momentânea das empresas em direcionar recursos operacionais, financeiros e humanos para as equipes de contingência e tecnologia da informação. Cabe citar, ainda, que a área de governança e compliance das empresas estatais tornaram-se muito demandadas durante a pandemia, principalmente, pelos órgãos de controle externos.

Ao verificar o IG-Sest mínimo e máximo também houve uma grande diferença no mesmo período. Há empresas que apresentaram nota máxima (10,00), enquanto outras obtiveram nota mínima (2,14 e 4,64), o que inviabiliza uma análise estatística de forma eficiente.

Quanto aos indicadores econômico e os indicadores financeiros houve a evidência de grandes valores mínimos e máximos, causados, principalmente em virtude dos diferentes portes e segmentos das empresas.

A aplicação de uma técnica estatística necessita da verificação de pressupostos. Os pressupostos podem variar dependendo da técnica utilizada, mas a identificação de observações atípicas, ou outliers, é comum à grande maioria. Observações atípicas são itens que apresentam uma combinação única de características identificáveis, sendo notavelmente diferentes das outras observações, se apresentando inconsistentes com o restante da amostra (Corrar; Dias Filho; Paulo, 2009). Os valores discrepantes nos dados da amostra podem distorcer os resultados obtidos pela técnica utilizada (Borges Júnior *et al.*, 2021).

Deve-se lembrar que a base é composta por empresas de 12 setores diferentes, cada uma com suas particularidades, porém, sendo submetidas ao mesmo processo avaliativo pela SEST.

A primeira etapa foi a análise dos dados da amostra contendo os resultados das variáveis no período entre 2018 e 2021, com 172 ocorrências, para a identificação de observações atípicas, com uso da ferramenta R. Foram utilizadas variáveis de controle com base na possível influência que poderiam exercer sobre as variáveis dependentes, sendo elas: setor e dependência de recursos do Tesouro. Na construção do modelo, foram observados outliers, demandando ajustes nas variáveis para padronização.

Da mesma forma verificada para o IG-Sest, a base possui valores diferentes significativamente, notadamente nos indicadores de liquidez e endividamento. Mais uma vez, o fato de ser um grupo com 43 empresas estatais de perfis distintos, faz com que surjam na base empresas com valores muito altos e empresas com valores muito baixos. Diante disso, foi realizado o ajuste, excluindo esses *outliers* do banco de dados, fazendo com que o total de observações passasse de 172 para 158, para evidenciar qual o melhor efeito para a regressão em painel, foram aplicados os testes F e de Hausman, conforme Tabela 2:

Tabela 2 – Resultado dos testes de adequação dos modelos

Variável	Teste F		Teste de Hausman	
	Estatística	Valor P	Estatística	Valor P
TRP	2,33	0,01	7,24	0,06
TRPL	1,61	0,04	4,25	0,24
LC	15,03	0,00	0,44	0,93
END	42,37	0,00	90,91	0,00

Fonte: Dados da pesquisa (2023)

Nesse caso, o efeito do painel deve ser considerado em todos os quatro modelos, já que valor $p < 0,05$ para todos os quatro testes F. No entanto, quando verifica-se o teste de Hausman, o painel deve ser de efeitos aleatórios nos modelos de 1 a 3, e de efeitos fixos no modelo 4.

A Tabela 3 apresenta o resultado da regressão:

Tabela 3 – Resultado da regressão de dados em painel

	Modelo 1 TRI		Modelo 2 TRPL		Modelo 3 LC		Modelo 4 END	
	Coef.	Valor P	Coef.	Valor P	Coef.	Valor P	Coef.	Valor P
Intercepto	0,061	0,293	0,007	0,974	0,377	0,915	0,617	0,021
IGSest	-0,004	0,332	-0,040	0,043	0,100	0,428	0,001	0,912
DU = 2	0,031	0,190	0,190	0,130	6,313	0,005	0,056	0,756
LC	-0,002	0,394	0,002	0,784	-	-	-0,015	0,000
END	-0,074	0,015	0,201	0,840	-5,284	0,000	-	-
TRI	-	-	-	-	-3,374	0,158	-0,395	0,001
Efeitos dos setores	Sim		Sim		Sim		Sim	
R ²	0,224		0,154		0,593		0,237	
Teste Qui-Quadrado	0,001		0,056		0,000		0,000	
Teste F							0,001	
N	158		158		158		158	

Fonte: Dados da pesquisa (2023)

Percebe-se que o IG-Sest não teve impacto significativo em três das quatro variáveis financeiras, à exceção do TRI (valor $p < 0,05$), não havendo evidência estatística que permita suportar a hipótese de que um maior IG-Sest reflita em um melhor desempenho financeiro para as empresas da amostra avaliadas na pesquisa.

Os resultados demonstraram a heterogeneidade da amostra, com acentuada dispersão, permitindo inferir que as empresas analisadas são heterogêneas, possivelmente por pertencerem

a setores distintos e, também, por apresentarem portes diferentes, determinando uma alta variabilidade em relação às variáveis utilizadas como métricas capazes de influenciá-los.

5. Conclusão

A hipótese da pesquisa era saber como o indicador de governança influenciou o desempenho econômico, sob a ótica dos indicadores de rentabilidade do patrimônio líquido e de investimento e como influenciou o desempenho financeiro, sob a ótica dos indicadores de liquidez e endividamento das empresas estatais, no período de 2018 a 2021, por meio da análise de regressão de dados em painel.

Utilizando-se as variáveis explicativas dos indicadores de rentabilidade, liquidez e de endividamento e as variáveis de controle: setor e dependência, os resultados encontrados não demonstraram evidências sobre a relação entre a governança corporativa e os respectivos indicadores: TRI, TRPL, LC e END.

A análise da influência do Indicador de Governança com os indicadores de desempenho empresarial das empresas estatais federais permite fundamentar a atuação empresarial do Estado, subsidiando debates futuros sobre privatizações e gerando, por parte das empresas estatais, a ampliação das discussões e revisão da definição de políticas públicas pelos representantes, que proporcionem redução da dependência de recursos governamentais, como forma de contribuição à sociedade civil.

Conclui-se, portanto, que o IG-Sest não tem impacto significativo sobre nenhuma das variáveis econômicas e financeiras das empresas pertencentes à amostra. Constata-se, ao final deste estudo, que os resultados obtidos não confirmaram a hipótese, o que sinaliza a necessidade de que mais estudos sobre a relação o desempenho empresarial e a governança corporativa sejam realizados para as empresas estatais.

Há de levar em consideração que dos quatro anos presentes na amostra da pesquisa, dois anos foram sob a vivência de uma pandemia mundial, que afetou drasticamente a forma de trabalho e, principalmente, de viver. Sugere-se que novos estudos possam ser feitos, com a ampliação da base de empresas estatais e o período diferenciado.

Como já foi mencionado, são diversos setores envolvidos, a realização de uma análise por cluster ou por similaridade de segmentos, possa vir a apresentar alguma influência significativa nos indicadores de desempenho empresarial, podendo direcionar as empresas para a melhora da sua performance perante à sociedade.

Como limitação da pesquisa pode-se citar a escolha das proxies das variáveis analisadas. Poderia ter-se utilizado outras métricas na pesquisa, ou, como em pesquisas anteriores, utilizadas várias proxies aglomeradas em um fator. Com isso, poderia ter-se obtido resultados distintos.

O IG-Sest, por não possuir uma data específica para divulgação do regulamento e para aplicação das certificações dificulta estabelecer uma relação entre o indicador e o exercício financeiro das empresas. A existência de um calendário padrão definido pelo Governo talvez possa vir a ajudar a criar um vínculo com o resultado econômico assim como para o resultado financeiro.

Como sugestão para pesquisas futuras, sugere-se a ampliação da amostra, com a inclusão de todas as empresas certificadas pelo IG-Sest ou até mesmo adotando um indicador novo para medição da governança corporativa, além da inclusão de mais variáveis dependentes. Sugere-se também uma comparação com as variáveis similares em empresas nacionais e estrangeiras, assim como a adição de novas variáveis que possam influenciar no resultado das empresas, como por exemplo, o tamanho da empresa como variável de controle.

Referências

AGRAWAL, A.; CHADHA, S. Corporate Governance and Accounting Scandals. **Journal of Law and Economics**, v. 48, n. 2, p. 371-406, 2005.

ALTOUNIAN, C. S.; SOUZA, D. L.; LAPA, L. R. G. **Gestão e governança pública para resultados: uma visão prática**. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

ANOROZO, R. C. **Análise econômico-financeira estática e análise dinâmica baseada no modelo fleuriet da empresa bicicletas Monark S/A referente ao período de 2007 a 2011**. Monografia apresentada ao MBA Gestão em Auditoria Integral. Curitiba, 2013.

BARROSO, T. F.; VIANNA, D. S. C.; QUEIROZ, J. M.; FELIX, R. M. S. Governança Corporativa: uma comparação entre o grau de divulgação das empresas do varejo e as de outros setores da B3. **18º Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade**. São Paulo, 2021. Disponível em <<https://congressousp.fipecafi.org/anais/21UspInternational/ArtigosDownload/3541.pdf>> Acesso em 10 de julho de 2023.

BONISEN, M. L.; SANTOS, T. B. DE S. **Governança corporativa nas empresas: estudo de caso do Magazine Luiza**. *Estratégica*, São Paulo, v. 12, n. 1, p. 69-84. 2013.

BORGES JÚNIOR, A. A.; NUNES, P. R. DE C.; RODRIGUES, R. C. Análise dos fatores que influenciam o desempenho financeiro dos bancos brasileiros. **XXIV SEMEAD Seminários em Administração**, Fortaleza, 2021.

BRASIL. **Boletim das Estatais Federais – 20ª edição**. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Disponível em <<https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-das-empresas-estatais-federais>> Acesso em 20 de agosto de 2022.

BRASIL. **Lei Complementar nº 101. 2000**. Disponível em <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm>. Acesso em 15 março 2023.

BRASIL. **Constituição Federal. 1988**. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao/>. Acesso em 20 março 2022.

BRASIL. **Lei nº 13.303. 2016**. Disponível em <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm>. Acesso em 15 outubro 2022.

BRASIL. **Regulamento do Indicador de Governança IG-Sest 1º ciclo**. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Disponível em <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais-federais/igsest>>. Acesso em 10 de agosto de 2022.

BRASIL. **Regulamento do Indicador de Governança IG-Sest 2º ciclo**. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Disponível em <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais-federais/igsest>>. Acesso em 10 de agosto de 2022.

BRASIL. **Regulamento do Indicador de Governança IG-Sest 3º ciclo**. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Disponível em <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais-federais/igsest>>. Acesso em 10 de agosto de 2022.

BRASIL. **Regulamento do Indicador de Governança IG-Sest 4º ciclo. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST**, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Disponível em <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais-federais/igsest>>. Acesso em 10 de agosto de 2022.

BRASIL. **Regulamento do Indicador de Governança IG-Sest 5º ciclo. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST**, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Disponível em <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais-federais/igsest>>. Acesso em 10 de agosto de 2022.

BRASIL. **Regulamento do Indicador de Governança IG-Sest 6º ciclo. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST**, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Disponível em <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais-federais/igsest>>. Acesso em 10 de agosto de 2022.

BRASIL. **Relatório Agregado das Empresas Estatais Federais. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais RAEEF – SEST**, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Disponível em <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais-federais/transparencia/publicacoes-2/raeef/edicoes-raeef-1/raeef-20-21-e.pdf>>. Acesso em 20 de junho de 2023.

BRASIL. **Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais - SEST**, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Disponível em <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais-federais>>. Acesso em 20 de junho de 2023.

BRUNI, A. L. **A análise contábil e financeira**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

CORRAR, L. J.; DIAS FILHO, J. M.; PAULO, E. **Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. [S.l.]: Editora Atlas, 2009.

CUNHA, D. J. C. **Um estudo acerca da relação entre as práticas de governança e o desempenho sustentável corporativo em empresas estatais federais de controle direto da União**. Tese de Doutorado. Universidade Federal da Paraíba. João Pessoa, 2021.

FONTES FILHO, J. R.; ALVES, C. F. Mecanismos de controle na governança corporativa das empresas estatais: uma comparação entre Brasil e Portugal. *Cadernos Ebape*. Br, v. 16, p. 2-13, 2018. <http://dx.doi.org/10.1590/1679-395172454>

GAMA, F. de A. S.; BARBOSA, R. **Uma análise do índice IG-Sest como indutor de programas de compliance nas estatais federais**. 2021. Trabalho de conclusão de curso (Especialização em Compliance e Governança), Universidade de Brasília, Brasília, 2021.

GOTARDELO, D. R. **Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: Uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado**. Dissertação de mestrado), Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil. 2006.

GREENE, WILLIAM, H. **Econometric analysis**. Nova Jersey: Prentice Hall, 2002.

HAIR, JÚNIOR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TAHAM, R. L. **Análise Multivariada de Dados**. 6ª edição. Bookman, Porto Alegre. 2009.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5ª. Ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – São Paulo, IBGC. 2015.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Conheça os quatro princípios da governança corporativa**. Disponível em <<https://www.ibgc.org.br/blog/principios-de-governanca-corporativa>>. Acesso em 15 de janeiro de 2022.

JESUS, M. R.; DALONGARO, R. C. Governança corporativa na administração municipal: uma análise do resultado econômico da secretaria de Fazenda de Ijuí (RS)–Brasil. **Revista Observatório de la Economía Latinoamericana**, 2018.

MARINHO, A. R. M.; MARINHO, D. A. **Governança corporativa em empresas do varejo de moda**. ConTexto, 2019.

MINUZZI, D.; PINTO, N.G.M. Governança para a administração pública federal: avaliação das práticas das universidades federais da região sul. **Revista Gestão Universitária na América Latina – GUAL**, v.15, n.3, p. 231-253, setembro de 2022. <https://doi.org/10.5007/1983-4535.2022.e88617>

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A.; COSTA, F. D.; AMARAL, A. C. D. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, p. 72-85, 2007.

NASSIFF, E.; SOUZA, C. L. DE. Conflitos de agência e governança corporativa. **Caderno de Administração**. São Paulo, v. 7, n. 1, p. 1-20. 2013.

OECD. **Relatório oficial sobre Governança Corporativa na América Latina**. Disponível em <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/24277169.pdf>. Acesso em 12 de setembro de 2022.

PEREIRA, J. M. Governança no Setor Público: Foco na melhoria da gestão, transparência e qualidade dos serviços públicos. **XLVI Encontro da ANPAD – EnANPAD**. Disponível em <http://anpad.com.br/uploads/articles/120/approved/6e0917469214d8fbd8c517dc6b8dcf.pdf>. Acesso em 01 de julho de 2023.

RICHARDSON, R. J.; PERES, J. A. de S.; WANDERLEY, J. C. V.; CORREIA, L.M. PERES, M. H. de M. **Pesquisa Social: métodos e técnicas** – 3. ed. – 9. reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.

ROCHA, G. A. P.; CONTANI, E. A. R; RECO, T. L. R. S. Governança corporativa e desempenho das ações de empresas do setor de consumo e varejo. **Contextus: Revista Contemporânea de economia e gestão**, 15(3), 230-252. 2017.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2019.

SANTOS, K. A. P. **Governança corporativa e desempenho econômico: Uma avaliação para empresas listadas na B3 utilizando modelos dinâmicos com dados em painel**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de São Paulo. Osasco, 2021.

SENADO. **Relatório de Acompanhamento Fiscal – RAF**, nº 11, 2017. Disponível em https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/535500/RAF11_DEZ_2017.pdf Acesso em 25 de junho de 2023.

SENHORAS, E.M.; TAKEUCHI, K. P; TAKEUCHI, K. P. A Importância Estratégica da Governança Corporativa no Mercado de Capitais: Um Estudo Internacional Comparado. **III Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia – Associação Educacional Dom Bosco**, Resende, 2006.

SEST. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais. **Panorama das Estatais**. Disponível em:

<http://www.panoramadasestatais.planejamento.gov.br/QvAJAXZfc/opendoc.htm?document=paineldopanoramadasestatais.qvw&lang=en-US&host=QVS%40srvbsaiasprd07&anonymous=true>. Acesso em 02 de outubro de 2022.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737–783, 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**. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2002.

SILVA, A. P. DE M.; NUNES, P. R DE C. Nível de governança das empresas estatais controladas pelo estado do Ceará à Luz da Lei 13.303/2016 e decretos estaduais regulamentadores. **Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 17, n.º 3, p. 8-39, 20 dez. 2019.

SILVA, M. V. G. Índice de Governança Pública Municipal (IGovPMun): um instrumento de avaliação e controle social. **Revista Brasileira de Planejamento e Desenvolvimento**, v. 11, n.º 03, p. 795-821, Curitiba, set/dez, 2022.

SILVEIRA, A. **Governança corporativa e a estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

SOUZA, L. M.; THESING, N. J.; LLANO, G. P.; BECKER, J. F. Demonstrações contábeis e governança em uma empresa gaúcha. **Brazilian Journal Development**. Curitiba, v. 5, n. 10, p. 2811-20828.

TCU – Tribunal de Contas da União. **Governança Pública: referencial básico de governança aplicável a órgãos e entidades da administração pública e ações indutoras de melhoria**. Brasília: TCU, Secretaria de Planejamento, Governança e Gestão. Brasília, DF, 2014.

TCU – Tribunal de Contas da União. **Governança Pública: referencial básico de governança organizacional para organizações públicas e outros entes jurisdicionados ao TCU**. Brasília: TCU, Secretaria de Planejamento, Governança e Gestão. Brasília, DF, 2020.

TELLES, R. S. **A influência da governança corporativa e dos mecanismos externos de controle no trade-off entre as estratégias de gerenciamento de resultados**. 2021.

TESOURO NACIONAL. **Raio-x das empresas dos Estados brasileiros em 2021**. Disponível em <https://tesouro.github.io/empresas-estados/>. Acesso em 10 de outubro de 2022.

VIEIRA, K. M.; VELASQUEZ, M. D. P.; LOSEKANN, V. L.; CERETTA, P. S. **A Influência da Governança Corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa**. Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337 FURB, v. 7, n.1, p. 49-67, jan/mar., 2011.

YOUNG, M; PENG, M. W.; AHISTROM, D.; BRUTON, G. D.; JIANG, Y. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196- 220, 2008. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>. Acesso em 15 de fevereiro de 2023.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. Cambridge: MIT Press, 2002.