

# GOVERNANÇA CORPORATIVA DE SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA SOB CONTROLE ACIONÁRIO DO GOVERNO FEDERAL: ANÁLISE DOS EFEITOS DA LEI DAS ESTATAIS (LEI Nº 13.303/2016)

Sergio Augusto da Motta<sup>1</sup>  
Frederico Lustosa da Costa<sup>1</sup>  
Liliane Furtado<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Universidade Federal Fluminense (UFF), Rio de Janeiro – RJ, Brasil

<sup>2</sup>Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Rio de Janeiro – RJ, Brasil

O objetivo deste artigo é investigar a adequação das empresas de economia mista independentes, controladas pelo governo federal, à Lei 13.303/2016, a chamada lei das estatais, estabelecendo uma comparação entre o estado da arte antes e depois da promulgação da lei, com ênfase em quatro dimensões: práticas de gestão, *accountability*, gestão de riscos e conformidades e ações socioambientais. Em termos metodológicos, esse trabalho possui uma natureza descritiva, pois visa identificar a existência de associações entre variáveis, e uma abordagem quantitativa, fazendo uso da quantificação e do tratamento dos dados por meio de técnicas estatísticas. O referencial teórico é baseado na teoria da agência, notadamente na possibilidade da existência de conflito de interesse entre “agentes” e “principais”, ou mesmo entre “principais”. Devido aos objetivos sociais das empresas investigadas, foram consideradas outras contribuições teóricas, como o *stakeholder-oriented model*. Foram testadas 13 (treze) empresas, entre os anos de 2012 e 2020, e realizados testes estatísticos de comparação de médias pareadas, divididas em dois períodos quadrienais. Os resultados estatísticos apontam para a retenção da hipótese (h1) de que a lei das estatais teve efeitos positivos sobre a governança das empresas analisadas, com significância estatística de 5%, sendo esse resultado empírico a principal contribuição do trabalho.

**Palavras-chave:** governança corporativa; transparência; conformidades; lei das estatais; teoria da agência.

## GOBIERNO CORPORATIVO EN EMPRESAS FEDERALES DE ECONOMÍA MIXTA: ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DE LA LEY 13.303/2016

El objetivo de este artículo es investigar la adecuación de las empresas de economía mixta, controladas por el Gobierno Federal, a la Ley 13.303/2016, la llamada ley estatal, estableciendo una comparación entre el estado de la técnica antes y después de la promulgación de la ley, con énfasis en cuatro dimensiones: prácticas de gestión, rendición de cuentas, gestión de riesgos y cumplimiento y acciones socioambientales. En términos metodológicos, este trabajo tiene un carácter descriptivo, ya que pretende descubrir la existencia de asociaciones entre variables, y un enfoque cuantitativo, haciendo uso de la cuantificación y el procesamiento de datos mediante técnicas estadísticas. El referencial teórico referencial es basado en la teoría de la agencia, en particular en la posibilidad de existencia de un conflicto de intereses entre “agentes” y “principales”, o incluso entre “principales”. Debido a los objetivos sociales de las empresas investigadas, se consideraron otros aportes teóricos, como un modelo orientado a las partes interesadas. Se analizaron 13 (trece) empresas, entre 2012 y 2020, y se realizaron pruebas estadísticas para comparar medias pareadas, divididas en dos cuatrienios. Los resultados estadísticos apuntan a la retención de las hipótesis (h1) de que la Ley de Estadística tuvo efectos positivos en la gobernanza de las empresas demostradas, con una significación estadística del 5%, siendo este resultado empírico el principal aporte del trabajo.

**Palabras clave:** gobernanza corporativa; transparencia; cumplimiento; ley de empresas estatales; teoría de la agencia.

## CORPORATE GOVERNANCE IN FEDERAL MIXED ECONOMY COMPANIES: ANALYSIS OF THE EFFECTS OF LAW 13.303/2016

The objective of this article is to investigate the compliance of government-controlled companies by the Federal Government with Law 13.303/2016, the so-called law of state-owned companies, establishing a comparison between the state of the art before and after the enactment of the law, with emphasis on four dimensions: management practices, accountability, risk management and compliance, and socio-environmental actions. In methodological terms, this work has a descriptive nature, as it aims to discover the existence of associations between variables, and a quantitative approach, making use of quantification and data treatment through statistical techniques. The theoretical framework is based on agency theory, notably on the possibility of conflicts of interest between “agents” and “principals”, or even between “principals”. Due to the social objectives of the companies investigated, other theoretical contributions were considered, such as a model oriented to stakeholders. Thirteen (13) companies were tested between 2012 and 2020, and statistical tests were performed to compare paired means, divided into two four-year periods. The statistical results indicate the retention of the hypotheses (h1) that the Statistics Law had positive effects on the governance of the companies demonstrated, with a statistical significance of 5%. This empirical result is the main contribution of the work.

**Keywords:** corporate governance; transparency; compliance; stated-owned law; agency theory.

## 1. INTRODUÇÃO

A mudança recente da regulação das empresas estatais foi realizada em um momento muito particular da história econômica e política do país, pois estávamos no auge das revelações de casos de corrupção nas empresas estatais brasileiras, notadamente na Petrobras (Vilela *et al.*, 2018). Alguns autores defendem que os eventos de conflito de interesses nas estatais, no Brasil, produziram efeitos financeiros negativos nas empresas públicas, não somente devido aos superfaturamentos dos contratos para fazer jus aos pagamentos de desvios (subornos), mas também devido aos efeitos dos investimentos (*capex*) realizados na execução de projetos com viabilidade econômica e/ou sociais questionáveis (Ebeling, 2016; Silva, 2016).

Segundo essas mesmas análises, esses fatores, em conjunto, resultaram em impactos de diversas ordens: no aspecto econômico das empresas, foram observados resultados financeiros negativos, níveis de endividamento das empresas (*debt*) acima do recomendado, queda no valor das empresas (*market value*) listadas em bolsa de valores, resultando em perdas para o seu acionista majoritário, a União, e para os demais acionistas minoritários. No aspecto social e econômico das partes interessadas (*stakeholders*), foram observados efeitos negativos na cadeia de suprimentos (fornecedores), no crescimento econômico do país e das cidades mais expostas aos projetos, tais como os das refinarias de Itaboraí (RJ) e de Abreu e Lima (PE) (Ebeling, 2016; Torga *et al.*, 2021; Silva, 2016).

Nesse contexto, foi proposta a Lei 13.303, por iniciativa conjunta da Câmara dos Deputados e do Senado Federal e promulgada pelo Presidente da República em 30 de junho de 2016 (Brasil, 2016; Senado Federal, 2016). Ela tem como objetivo dispor “sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias”. O seu primeiro título trata de assuntos relacionados aos temas societários e de governança corporativa, tendo como objetivos buscar: - Aumento da obrigatoriedade de divulgação de informações e criação de novos mecanismos de transparência - Art. 8º e seus incisos; - maior responsabilização aos Conselhos de Administração quanto aos controles internos e na elaboração e verificação de cumprimento das metas das organizações (Art. 9º seus parágrafos e incisos, Art. 12º, 13º, 14º e Art. 17º).

Essa regulação se mostra alinhada com as recomendações da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) para a governança corporativa de empresas estatais, as quais, conforme consta do primeiro relatório desta organização sobre a matéria, publicado no ano de 2005, tinham como princípios: o estabelecimento de um ambiente regulatório e legal para empresas estatais; as circunstâncias e critérios da atuação do Estado como proprietário; a equidade no tratamento com acionistas (minoritários); o tratamento da relação das estatais com os *stakeholders*; transparência e *disclosure*; e responsabilidades dos conselhos (OECD, 2015; fontes Filho; Picolin, 2008).

Segundo Fontes-Filho (2018), a Lei nº 13.303/16, denominada também como “Lei das Estatais”, “criou um novo marco legal para as empresas estatais no Brasil e buscou proporcionar condições para que essas empresas se tornassem mais orientadas a demandas do Estado que de grupos políticos situacionistas” (p. 211). Ainda segundo esse autor, “expuseram a relação umbilical dessas empresas com a conformação do modelo presidencialista de coalizão vigente no país, como identificado por Abranches (1988)” (Fontes Filho, 2018).

Com base no que foi acima contextualizado, o objetivo deste trabalho é o de investigar a adequação das empresas de economia mista não dependentes, controladas pelo governo federal, à Lei 13.303/16, no que se refere aos aspectos das práticas de governança corporativa, transparência (*accountability*), controles internos e gerenciamento de riscos e *outcomes* sociais. O referencial teórico baseia-se na teoria da firma, com a consequente separação entre propriedade e gestão, e nos postulados da teoria da agência, notadamente na possibilidade de conflito de interesses entre os *stockholders* – principais – e gestores – agentes. (Daiser; Ysa; Schmitt, 2017; Eisenhardt, 2015; Saito; Silveira, 2019).

Essa pesquisa se justifica pela necessidade da sociedade em geral e dos acionistas das empresas de economia mista federais, em particular, de que sejam verificados empiricamente os impactos nessas organizações, decorrentes das alterações introduzidas pela chamada “Lei das Estatais” (Lei 13.303/16) sobretudo no que se refere à evolução nas práticas de governança corporativa e os efeitos daí decorrentes.

Justifica-se, também, pela ausência na literatura de trabalhos que realizem uma medição quantitativa dos impactos da referida lei nas empresas de economia mista federais brasileiras. Reconhecemos que embora seja uma obrigação legal o cumprimento da lei, existem avaliações qualitativas a serem realizadas a respeito de como foram cumpridos os dispositivos desta lei. Ressalte-se que a maior parte dos trabalhos recentes identificados na literatura, nas bases de dados científicas, tem como foco um olhar jurídico sobre essa legislação, notadamente focados no título II (contratos e licitações) da lei em análise (Barcelos; Torres, 2018; Bittencourt, 2017).

Ressalte-se que no contexto administrativo, a Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST) vem realizando um monitoramento das empresas estatais por meio do cálculo de um índice de governança, o IG-SEST, desde a promulgação da lei das estatais. Veremos mais adiante na seção de metodologia as semelhanças e diferenças entre o modelo da SEST e o desta investigação (Brasil, 2021).

## 2. METODOLOGIA

Em termos metodológicos, esse trabalho possui uma natureza descritiva, pois visa descobrir a existência de associações entre variáveis (Gil, 2002), e uma abordagem quantitativa, sendo que faz uso da quantificação na coleta e no tratamento dos dados por meio de técnicas estatísticas, podendo ser considerado um quase-experimento devido a não aleatoriedade nos dados utilizados (Diehel; Tatim, 2004). Pode ser classificada como bibliográfica e como *ex-post facto*, pois realizará uma revisão de literatura sobre o tema e utilizará dados secundários (Gil, 2002).

A coleta de dados foi realizada nos sites das organizações, tais como do Governo Federal, Senado Federal, Câmara dos Deputados, Ministério Público Federal, Sindicatos Setoriais, além de consulta ao banco de dados dos órgãos reguladores (CVM, Bolsa de Valores) e das próprias empresas analisadas. Ressalte-se que, nos casos das empresas Petrobras, Eletrobras e Banco do Brasil, foram consideradas as informações da empresa principal (ou considerada empresa holding).

Em uma segunda fase, com os fundamentos teóricos da literatura, foi utilizado um ferramental quantitativo/estatístico para validação ou rejeição das hipóteses formuladas, com base nas informações coletadas e índices produzidos. A metodologia adotada, sobretudo no aspecto quantitativo, se justifica pela necessidade de comprovação formal das conclusões que serão apresentadas, ressaltando as limitações desse ferramental para compreensão da realidade como um todo. Nos testes estatísticos para retenção (ou descarte) das 05 (cinco) hipóteses, utilizamos a ferramenta estatística de comparação de médias pareadas. (Anderson *et al.*, 2016, p. 443-465).

A pesquisa foi delimitada nas empresas federais de economia mista, identificadas a partir da consulta aos Boletins de Empresas Estatais elaborados pela SEST e pela consulta a outras fontes diretas nas empresas (Brasil, 2021). Outro aspecto importante da delimitação das empresas selecionadas, foi o de que elas possuísem independência financeira/orçamentária em relação ao seu sócio controlador, desvinculando, dessa forma, a possibilidade de ingerência na governança dessas empresas devido à dependência orçamentária. (TCU, 2019). Essas delimitações resultaram em uma amostra composta de 13 (treze) empresas, listadas no Quadro 1. As empresas incluídas na amostra foram analisadas em todos os anos compreendidos na delimitação temporal da investigação, a qual é compreendida nos quatro anos anteriores à publicação da Lei 13.303/15 (2012 a 2015) e nos quatro anos posteriores à publicação (2017 a 2020).

## Quadro 1 – Lista empresas federais não dependentes de economia mista (controle direto)<sup>1</sup>

Nome da empresa	Tipo de sociedade
Banco da Amazônia S.A.	aberta
Banco do Brasil S.A.	aberta
Banco do Nordeste do Brasil S.A.	aberta
Companhia de Entrepostos e Armazéns Gerais de São Paulo	fechada
Centrais de Abastecimento de Minas Gerais S.A. - CEASAMINAS	fechada
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - ELETROBRAS	aberta
Companhia das Docas do Estado da Bahia – CODEBA	fechada
Companhia Docas do Ceará - CDC Fortaleza	fechada
Companhia Docas do Espírito Santo - CODESA	fechada
Companhia Docas do Pará - CDP	fechada
Companhia Docas do Rio De Janeiro - CDRJ	fechada
Companhia Docas do Rio Grande do Norte - CODERN	fechada
Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRAS	aberta

**Fonte:** < <https://www.gov.br/gestao/pt-br/central-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-das-empresas-estatais-federais> > e elaborada pelos autores com outras fontes de consulta.

### 2.1 Metodologia do Índice de Governança - IGC<sub>13.303</sub>

O modelo de cálculo do índice aqui investigado é uma adaptação do modelo utilizado pela Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais - SEST, em seu índice de governança das empresas estatais federais (IG-Sest). O IG-Sest é um instrumento de acompanhamento, que tem como objetivo avaliar o cumprimento dos requisitos exigidos pela Lei nº 13.303/2016, regulamentada pelo Decreto nº 8.945/2016 (Regulamento do indicador de governança - IG SEST 5º ciclo, 2021). Além do cumprimento dos artigos da lei das estatais, o IG-SEST investiga, ainda, algumas recomendações da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), sendo o índice consolidado composto pela análise das seguintes dimensões:

- Governança – Conselhos e Diretoria;
- Transparência; e
- Gerenciamento de riscos e controles.

Para o cálculo do índice de governança ICG<sub>13.303</sub>, em similaridade com a metodologia do IG-SEST, foram consideradas as 03 (três) dimensões utilizadas pela SEST e seus respectivos itens avaliados, com a adição de uma quarta dimensão, a qual tem o propósito de avaliar as

<sup>1</sup>Algumas empresas incluídas nesta relação, notadamente as do setor portuário e de abastecimento, possuíam um percentual baixo de participação de outros acionistas que não a União. Isso, contudo, não as descaracteriza como sociedades por ação e empresas de capital misto e suas implicações legais/estatutárias.

ações socioambientais das empresas. A inclusão desta quarta dimensão justifica-se pelo fato de que ações socioambientais e a transparência sobre elas ser umas das exigências impostas pela lei das estatais. Com efeito os pesos das 04 (quatro) dimensões foram calculados com base na proporcionalidade do número de itens investigados em cada uma dessas dimensões, conforme a metodologia do IG-SEST, resultando na seguinte composição (Tabela 1):

**Tabela 1 – Dimensões e seus pesos**

dimensões	assuntos relacionados	Nº itens investigados	peso no IGC <sub>13,303</sub>
governança	mecanismos de governança e boas práticas	8	30,77%
transparência	práticas de transparência ( <i>accountability</i> )	9	34,62%
controles internos e gerenciamento de risco	gestão de riscos - controles internos e conformidade - Auditoria Interna - código de conduta e integridade - comitê de auditoria	6	23,08%
resultados socioambientais	resultados socioambientais	3	11,54%

**Fonte:** Elaboração própria.

A justificativa teórica para a utilização dessas dimensões está baseada na necessidade de aprimoramento da chamada governança corporativa nas organizações, como uma ferramenta para compreender e mitigar riscos envolvidos e harmonizar os interesses dos gestores, acionistas e demais *stakeholders* (Silveira, 2004; Cunha, 2011; Shleifer; Vishny, 1997; Lin; Hwang, 2010). O número de itens investigados está previsto no questionário utilizado pela SEST para a construção do seu índice. No caso da dimensão socioambiental, não considerada pela SEST, esses itens estão previstos na própria lei das estatais.

O sistema de atribuição de notas seguiu o seguinte critério: os itens identificados como tendo sido atendidos, nos termos da lei, foram validados com um “Sim” ou com “Parcialmente” e pontuaram, respectivamente, com 1 (um ponto) ou 0,5 (meio ponto). Já as respostas aos itens que “Não” foram respondidas/identificadas pelos dados disponíveis nos sítios das empresas e coletados pelo autor, não foram validados e receberam pontuação 0 (zero). O IGC<sub>13,303</sub> foi calculado por média ponderada das respostas dos itens, agrupadas nas dimensões, da seguinte forma:

1. Nota do Item (artigo da lei) – calculada pela multiplicação da nota atribuída ao item (0, 1 ou 0,50) multiplicado pelo peso do item avaliado.

$$\text{Nota do Item} = (\text{Item de Avaliação} \times \text{Peso Item de Avaliação})$$

Obs.: todos os pesos dos itens foram igualmente atribuídos como sendo igual a 1 (um).

2. Nota da dimensão (governança, transparência, controle de riscos, resultados socioambientais) – calculada pela soma da média das notas dos itens que compõem a dimensão, ponderada pelo peso da dimensão no índice global:

$$Nota da Dimensão = \left\{ \frac{\Sigma (Nota do Item)}{\Sigma (Pesos da Dimensão)} \right\} \times \frac{\Sigma (Pesos da Dimensão)}{\Sigma (Pesos do Índice)}$$

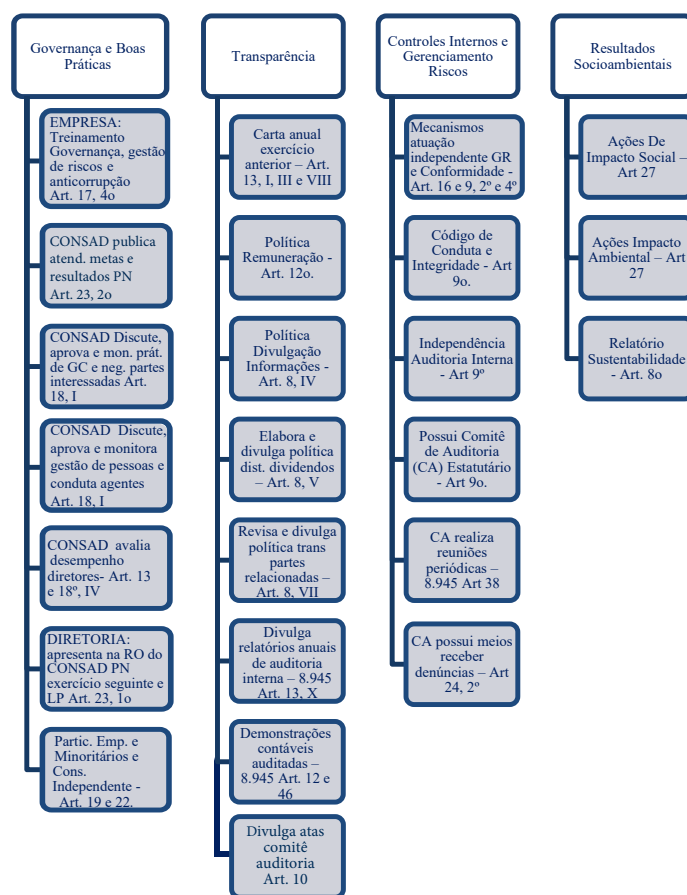
3. Índice  $IGC_{13.303}$  – calculado pela soma das notas das 04 (quatro) dimensões:

$$Índice IGC_{13.303} = \Sigma (Notas das Dimensões) \times 10$$

Os documentos analisados e utilizados como fonte de informações para a atribuição das notas dos itens que compõem as dimensões do  $IGC_{13.303}$  foram: as ATAs das assembleias de acionistas, ATAs das reuniões do conselho de administração e comitês; Relatórios anuais de gestão e de sustentabilidade; Demonstrações financeiras e contábeis; Cartas anuais conselhos; Relatórios de auditoria interna e externa e dos comitês de auditoria e remuneração; Políticas e regulamentos publicados; Estatutos e outros documentos específicos. Os dados foram captados durante o segundo semestre de 2022 e analisados em duplas - por assistente de pesquisa e validadas pelo autor. Concomitantemente, foram respondidas as perguntas constantes no modelo e tabulados em planilha Excel, e posteriormente tratados em *software* estatístico para os testes de comparação de médias pareadas.

Realizadas essas pontuações acima descritas, para cada empresa, o modelo estará adequado para a composição de uma matriz composta pelo valor das dimensões, suas médias por quadriênio e, conseqüentemente, do índice geral  $IGC_{13.303}$ , conforme Tabela 1 e Figura 1 publicadas anteriormente. Essa será a base de dados para os testes de comparação de médias pareadas.

Figura 1 – Composição IGC<sup>13.303</sup>, suas dimensões e itens investigados



Fonte: Elaboração própria

### 3. AGÊNCIA E GOVERNANÇA DE ESTATAIS

A promulgação da Lei nº 13303 nasceu da necessidade de fortalecer a governança das empresas estatais, sobretudo do ponto de vista do acionista controlador. Contudo, faltava ao Estado um mecanismo centralizado para que ele pudesse exercer este papel, não possuindo a SEST os instrumentos necessários para exercer este papel de representante do principal nessa relação de agência (Fontes Filho, 2018).

O principal conceito utilizado pela literatura para caracterizar a relação entre a direção das empresas e seus *stockholders* é a teoria da agência. Essa teoria trata de um problema relativamente claro e pontual, qual seja: a assimetria de informações entre contratantes e contratados. Com efeito, a relação de agência pode ser entendida como um contrato entre principal(ais) e o(s) agente(s), consistindo este na realização de um trabalho em favor do(s) principal(ais), em que o(s) agente(s) possui(em) algum tipo de autonomia e autoridade na tomada de decisões e gestão das empresas. Jensen e Meckling (1976) definem esta relação como “um contrato onde uma ou mais pessoas – *principals* – engajam outra pessoa – *agents* – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente” (p. 308).

Importante notar que a relação de agência surge a partir da separação entre propriedade e controle (gestão) nas corporações modernas, identificada originalmente no trabalho seminal de Berle e Mean (1933) sobre a “natureza das firmas”, onde são postos os princípios fundamentais das razões desta separação - gestão e propriedade (*stockholders*). Ou seja, quem fornece o capital, a princípio, não participa de forma direta nas decisões tomadas e execuções das estratégias empresariais nas organizações. A razão pela qual surge a assimetria informacional, notadamente caracterizada pela possibilidade de descontinuidade entre o que é executado pelo agente e o que é informado ou devolvido ao principal (Grossman; Hart, 1980).

Com efeito, este fenômeno, acima referido, provoca o risco de que os recursos dos *stockholders*, investidos nas empresas, ou seus interesses estratégicos, não sejam empregados de forma correta pelos agentes. Esta possibilidade de conflito de interesses é caracterizada e discutida no âmbito da teoria da agência (Jensen; Meckling, 1976). Eisenhardt (2015), ao realizar uma revisão da literatura sobre o tema, opina que “a conclusão geral é que a teoria da agência é uma útil adição às teorias organizacionais” e que “as evidências empíricas dão suporte à teoria, particularmente quando complementadas por outras perspectivas teóricas” (Eisenhardt, 2015, p. 4).

Corroborando o entendimento sobre a possibilidade de conflito de interesses, Silveira (2004) observa a identificação na literatura de “diversos registros de expropriação de riqueza dos acionistas por parte dos gestores em empresas com estrutura de propriedade pulverizada” (p. 31). Ou seja, existe a possibilidade de que os gestores possam perseguir a estratégia de maximização de seus interesses pessoais em detrimento da riqueza dos acionistas (Silveira, 2004). Diante disso, Jensen e Meckling (1976) propõem mecanismos de mitigação deste conflito, denominado “custo de agência” (Berle; Means, 1933; Jensen; Meckling, 1976). Devendo, ainda, ser tratado um segundo problema de agência, que ocorre quando gestores e acionistas possuem diferentes atitudes em relação ao risco a ser corrido pela organização em seus projetos de investimento (Eisenhardt, 2015).

Outra linha teórica variante da Teoria da Agência, proposta originalmente por Dharwadkar, George e Brandes (2000), conclui, a partir da verificação empírica das empresas privatizadas nos países emergentes na década de 1990, pela possibilidade de conflito entre os acionistas majoritários e os minoritários – *principal x principal*. A razão atribuída pelos autores é estrutura acionária dessas empresas – *ownership structures* –, caracterizadas por um alto grau de concentração de participação em um acionista controlador, gerando a possibilidade de conflito nos casos onde interesses desse último não sejam convergentes com os minoritários (Dharwadkar; George; Brandes, 2000). Essa proposição foi confirmada por investigação empírica posterior por Young *et al.*, (2008). Silveira (2004) identifica na literatura a ocorrência

de “diversos registros de expropriação de riqueza [...] dos acionistas minoritários por acionistas controladores em empresas com estrutura de propriedade concentrada” (p. 31).

Nessa mesma linha, La Porta *et al.* (1999) confirmam que o padrão de dispersão de controle proposto por Berle e Means (1933) não é tão frequente como eles supuseram. Estes autores realizaram uma investigação sobre a estrutura de propriedade de grandes corporações de 27 países desenvolvidos e concluíram que uma proporção baixa dessas empresas possui estrutura dispersa. Além disso, identificaram que as empresas que compuseram a amostra são controladas por famílias ou pelo Estado (La Porta; Lopez-De-Silanes; Shleifer, 1999).

Com efeito, em ambas as perspectivas, a literatura tende a uma visão econômico-financeira sobre os conflitos subjacentes sobre este tema. Shleifer e Vishny (1997), em extensa investigação sobre a literatura e estudos de casos, concluem que “a governança corporativa lida com o problema de agência: a separação entre gestão e finanças. A questão fundamental da governança corporativa é como garantir aos financistas que eles obtenham o retorno de seu investimento financeiro” (Shleifer; Vishny, 1997, p. 773).

Tais conflitos vêm impelindo a necessidade de aprimoramento da chamada governança corporativa nas organizações, podendo ser uma eficaz ferramenta para compreender e mitigar riscos envolvidos nos relacionamentos entre gestores e acionistas, tal como apontado acima. As práticas de governança corporativa caracterizam-se por um rol de medidas e ações que regulem a relação entre acionistas e órgãos de controle das organizações, visando atender os objetivos da empresa, otimizando o desempenho e, sobretudo, fornecendo garantias de continuidade do capital para todas as partes envolvidas (Silveira, 2004; Cunha, 2011).

A governança corporativa também pode ser entendida como uma maneira dos investidores tentarem garantir o retorno sobre o investimento realizado nas organizações, estabelecendo, para tal, um conjunto de restrições com o propósito de evitar a alocação errada de recursos pelos gestores *ex post*, e a indução para que forneçam excesso de recursos *ex ante* (Shleifer; Vishny, 1997). Para Lin e Hwand (2010), a governança corporativa se caracteriza por um sistema de gestão supervisionada e controlada, com o objetivo de mitigar os custos de agência e harmonizar os interesses da gestão com os dos investidores (Lin; Hwang, 2010).

Jensen e Meckling (1976) apontam a existência dos chamados “custo de agência”, decorrentes da introdução de boas práticas de governança nas organizações, quais sejam: monitoramento das ações do agente, por meio da publicidade de resultados e do estabelecimento de controles internos sobre a gestão; contratação de auditoria externa para verificação de resultados e movimentações patrimoniais, além de processos internos; e, custos residuais, relacionados as limitações dos controles da governança para proteção dos interesses do principal.

Diversos estudos quantitativos exploram essa perspectiva economicista e buscam encontrar correlação entre a introdução ou melhoria de práticas de governança corporativa com os resultados das empresas. Evidências positivas dessa correlação, inclusive no aumento do *market value*, foram encontradas na análise de uma amostra não probabilística de empresas brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da bolsa de valores (Lameira; Junior; Macedo-Soares, 2007).

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2015), a “governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas” (p. 20). Sendo as boas práticas de governança corporativa norteadas por princípios de transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e reponsabilidade corporativa, os quais têm a finalidade de maximizar o valor e perpetuidade das empresas, facilitar o acesso a recursos, contribuir para a qualidade da gestão, e para bem comum (IBGC, 2015).

Dentre os atores relevantes na estrutura da governança, deve-se destacar o conselho de administração eleito pelos sócios, que tem a função de formular e direcionar o plano estratégico, vigiar o cumprimento dos princípios, valores, além de monitorar a atuação da diretoria, sendo o elo entre esta e os sócios (IBGC, 2015). Os comitês funcionam como suporte ao Conselho de Administração, dando orientação geral nas atividades e decisões estratégicas (Silveira, 2004; IBGC, 2015). Por exemplo, o Comitê de Auditoria deve assegurar a fidelidade das demonstrações financeiras e contábeis, além do monitoramento das conformidades e controles internos, com vistas a confiabilidade das informações e o cumprimento das leis (IBGC, 2015).

Uma especificidade das empresas estatais, segundo Fontes Filho e Picolin (2008) é a existência de um terceiro ator, na correlação entre agentes e principais, a sociedade. Segundo esses autores, os objetivos, as definições de desempenho e a gestão dessas organizações além de estarem condicionadas às necessidades do controlador direto (governo), estão, também, sujeitas aos “interesses difusos de seu controlador indireto, a sociedade” (p. 1164). Sem falar das já mencionadas demandas por rentabilidade dos sócios privados (minoritários), fatos esses que compõem um quadro institucional diverso e com significativa complexidade.

Corroborando este entendimento, Silva (2019) ensina que, muito embora “o modelo teórico convencional que fundamenta a governança corporativa disponibiliza um amplo rol de contribuições para o desenvolvimento de políticas orientadas às empresas estatais” (p. 74). Tanto o protagonismo dado ao principal/*outsider*/investidor, quanto o foco na maximização de resultados, estabelecidos na teoria da agência, fica difuso no caso das empresas de controle estatal. Neste caso, a figura do principal é substituída pelo “governo”, mandatado pela sociedade para

nomear os gestores destas empresas. Além disso, para este autor, em decorrência da relevância assumida por um conjunto de *stakeholders*, “em termos de grau de interesse e legitimidade de participação nas decisões estratégicas relativas à empresa” (p. 73), implicaria na ruptura como o modelo da agência (*shareholder-oriented model*) para assunção de uma modelagem baseada no conjunto das partes constitutivas da corporação (*stakeholder-oriented model*) (Silva, 2019).

Para a OCDE, “empresa estatal” consiste em uma pessoa jurídica com atividade empresarial, sobre a qual o Estado exerça o controle acionário, seja por possuir a maioria das ações ordinárias ou por acordo de acionistas (OECD, 2015). Define, ainda, que as diretrizes devem ser aplicadas a empresas destinadas à execução clássica de “atividade econômica”, exclusivamente, ou em conjunto com a execução de objetivos de “interesse geral”, sendo essa última identificadas como “aquelas que atuam orientadas à produção permanente de bens e serviços públicos com o propósito primordial de atender ao conjunto da sociedade” (Silva, 2019, p. 75), sendo estas últimas, isoladamente, excluídas dos objetivos das diretrizes.

As recomendações da OCDE para as melhores práticas de governança das empresas estatais foram publicadas originalmente em relatório denominado “Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais” e tinham como princípios basilares: assegurar um ambiente regulatório e legal para empresas estatais; atentar para os diferenciais do Estado na sua atuação como proprietário; equidade no tratamento com acionistas; relações com *stakeholders*; transparência e *disclosure*; e responsabilidades dos conselhos (OECD, 2005; Fontes Filho; Picolin, 2008). Esses princípios foram revistos e atualizados no ano de 2015, tendo em vista a experiência acumulada em uma década de implementação nos países signatários e o surgimento de novas questões relacionadas às empresas estatais. (OECD, 2015).

Devido ao fato das diretrizes da OCDE reconhecerem as especificidades das empresas estatais, notadamente a existência de multiplicidade de atores, interesses e da sua relevância na execução de políticas públicas, torna-se impreterível o entendimento das suas recomendações para as práticas de governança nas empresas estatais. Nessa mesma toda, Fontes Filho e Picolin (2008) ressaltam algumas especificidades das estatais quanto à plena adesão às práticas de governança comparadas a uma empresa privada:

1. menores restrições em termos orçamentários, que podem protegê-las contra *take over* via mercado e falência;
2. algumas estatais operam em setores cuja competição com o setor privado é pequena ou inexistente;
3. os padrões de *accountability* são diferentes, uma vez que orientados principalmente para o controle dos gastos públicos;
4. a definição do principal pode ser difusa, uma vez que podem existir “vários potenciais proprietários buscando objetivos diferentes. Ministérios – um ou vários – e o Parlamento

podem se alternar na condição de principal (proprietário) frente à empresa, em uma complexa relação de agência...”(p. 1171).

Em síntese, do ponto de vista das recomendações objetivas, a estruturação recente da regulação brasileira promovida pela lei das estatais, além de visar um alinhamento com as recomendações da OCDE, igualmente, também procuraram mitigar os conflitos de interesse entre seus agentes, acionista controlador e acionistas minoritários, tais como observados na realidade brasileira no passado recente. No campo teórico, observamos que as perspectivas de conflitos possuem previsão e respaldo na literatura organizacional sobre o tema e, basicamente, se divide em três linhas teóricas complementares (agente x principal; principal x principal; e orientada a partes relacionadas) (Eisenhardt, 2015; Berle; Means, 1933; Jensen; Meckling, 1976; Dharwadkar; George; Brandes, 2000; Fontes Filho; Picolin, 2008; Silva, 2019).

#### 4. RESULTADOS EMPÍRICOS

Conforme podemos identificar nas Tabelas 2 e 3, nos Gráficos 1, 2 e 3, a investigação observou uma evolução positiva da maioria das dimensões investigadas, assim como do índice composto IGC<sup>13.303</sup>. Este fato nos sugere, a princípio, que ocorreu uma adesão positiva por parte das empresas de economia mista federais, aqui analisadas, aos comandos da Lei 13.303/2016, notadamente no que refere as suas ações de governança (+157%), transparência (+171%), controles internos e gerenciamento de riscos (+118%). Já na dimensão de resultados socioambientais observamos um aumento de (31%), sinalizando que as empresas investigadas já vinham executando ações de natureza social e ambiental, mesmo antes da promulgação da lei.

**Tabela 2 – Médias gerais das dimensões - ano a ano**

ano	governança	transparência	controles internos e gerenciamento de riscos	resultados socioambientais	IGC
2012	0,5220	0,7830	0,6456	0,5220	2,4725
2013	0,7418	0,8379	0,6319	0,5495	2,7610
2014	0,6731	0,9341	0,7555	0,4945	2,8571
2015	0,8242	1,4148	1,0852	0,5769	3,9011
2016	Ano publicação da Lei 13.303/16				
2017	1,0577	1,9368	1,2637	0,6044	4,8626
2018	1,8681	2,6786	1,7582	0,7143	7,0192
2019	2,0055	3,0082	1,8132	0,7692	7,5962
2020	2,1703	3,1319	1,9505	0,7280	7,9808

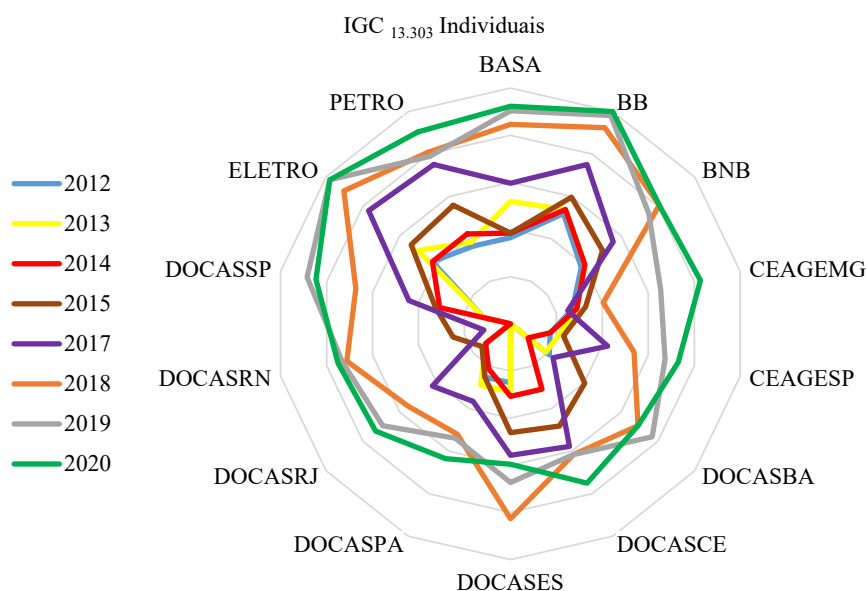
Fonte: Elaboração própria.

Tabela 3 – Variações médias amostrais

dimensão	No empresas	médias amostrais		
		$\bar{x}$ 1o_Q	$\bar{x}$ 2o_Q	Variação
governança	13	0,6902	1,7754	157%
transparência	13	0,9924	2,6889	171%
CIs e riscos	13	0,7795	1,6964	118%
Socioambientais	13	0,5357	0,7040	31%
IGC13.303	13	2,9979	6,8647	129%

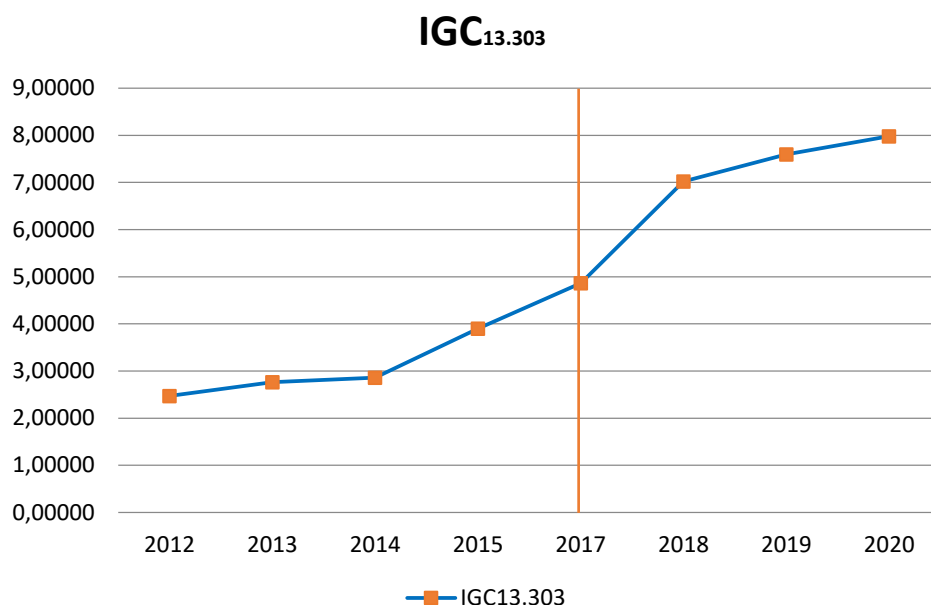
Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 1 - IGC<sub>13.303</sub> por empresa por ano



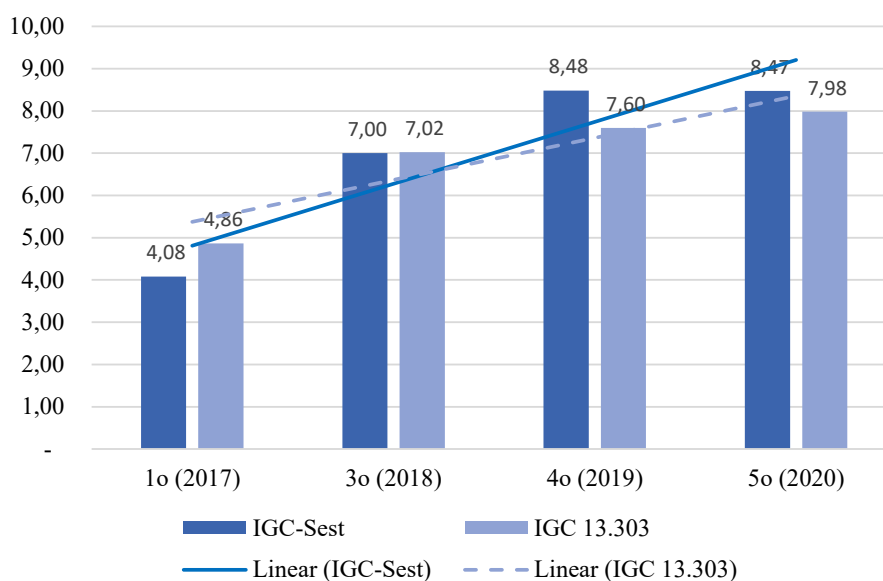
Fonte: Elaboração própria.

**Gráfico 2 – Evolução do IGC<sub>13.303</sub>**



**Fonte:** Elaboração própria.

**Gráfico 3 – Evolução IG-Sest e IGC<sub>13.303</sub>**



**Fonte:** <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais-federais/igsest/apresentacoes-1>

Por fim, antes de passarmos aos testes estatísticos, seria relevante relatar que, ao analisarmos os ciclos de análise realizados pela SEST (1º ao 5º), no tocante ao ambiente de governança das estatais federais, como base no modelo do IG-Sest, observamos uma correlação de tamanho e de tendência dos resultados deste índice com o índice do modelo utilizado nesta investigação (IGC<sub>13.303</sub>), o que pode ser observado no Gráfico 3 acima. Muito embora as alterações metodológicas

realizadas no IG-Sest ao longo dos ciclos e as próprias diferenças metodológicas entre os modelos possam resultar em uma dificuldade de correlação, entendemos que o resultado apresentado no Gráfico 3 possa ser interpretado como uma corroboração da percepção da evolução do ambiente corporativo das estatais identificados em ambos os modelos.

Com efeito, esta primeira análise das variações das médias amostrais, *a priori*, sinalizam que houve adesão relevante por parte das empresas federais de economia mista aos comandos da Lei 13.303/2016, considerando-se que existem alguns itens/artigos desta lei não cumpridos pelas empresas, ou mesmo cumpridos parcialmente do ponto de vista qualitativo. Veremos adiante, se os testes das hipóteses objetos deste estudo confirmam ou não estatisticamente a referida adesão, levando ao descarte das hipóteses nulas ( $H_0$ ) e a aceitação como verdadeira das hipóteses alternativas ( $H_1$ ).

#### 4.1 Teste Estatístico – COMPARAÇÃO MÉDIAS PAREADAS

Nesta seção descreveremos os resultados dos testes de comparação de médias pareadas ( $X_{1^\circ\_quad} \times X_{2^\circ\_quad}$ ) das dimensões e do índice IGC<sub>13.303</sub>. (Anderson *et al.*, 2016, p. 443-465). A estruturação das hipóteses testadas procurou medir a concorrência estatística da evolução (ou não) das dimensões investigadas. Essas últimas, por sua vez, foram configuradas com o objetivo de traduzir os pressupostos da literatura para a mitigação dos conflitos de interesse e assimetria de informações entre os *stakeholders* envolvidos. (Eisenhardt, 2015; Berle; Means, 1933; Jensen; Meckling, 1976; Dharwadkar; George; Brandes, 2000; Fontes Filho; Picolin, 2008; Silva, 2019; OECD, 2015).

O referido “custo de agência”, indicado pela literatura, foi contemplado nos itens de composição das dimensões, e consequentemente nas hipóteses testadas, notadamente a atuação dos conselhos de administração na governança das empresas, práticas mais robustas de *disclosure* das informações das empresas, as quais se configuraram pelas obrigаторiedades impostas pela nova legislação de divulgação nos seus sites as atas dos comitês, carta anual de metas do conselho de administração, política de distribuição de dividendos, política de remuneração da alta administração, demonstrações contábeis auditadas, dentre outros (Shleifer; Vishny, 1997; Lin; Hwang, 2010).

Premissas dos testes de comparação de médias pareadas das dimensões e do índice de governança corporativa foram as seguintes:

1. Suposição de independência das observações amostrais foi abandonada, tendo em vista a similaridade dos ambientes organizacionais internos das empresas dentre os anos analisados. Assim como assumida a interdependência entre as empresas, decorrentes das condições similares macroeconômicas, políticas ou setoriais, sendo, portanto, recomendada a utilização do teste de comparação de médias pareadas;

2. A correlação entre as amostras é positiva e estatisticamente relevante;
3. A não diferença entre as médias quadriennais, estatisticamente relevante, indica um efeito não significativo da nova regulação sobre as práticas de governança das empresas;
4. Uma evolução estatisticamente relevante das médias indica, por outro lado, um efeito positivo sobre as práticas de governança das empresas.

Hipótese 1 - boas práticas de governança (conselhos e diretorias)

$$H_0 = x_{\text{Governança 2017-2020}} = x_{\text{Governança 2012-2015}};$$

$$H_1 = x_{\text{Governança 2017-2020}} < x_{\text{Governança 2012-2015}};$$

Hipótese 2 - transparência

$$H_0 = x_{\text{Índice transparência 2017-2020}} = x_{\text{Índice transparência 2012-2015}};$$

$$H_1 = x_{\text{Índice transparência 2017-2020}} > x_{\text{Índice transparência 2012-2015}};$$

Hipótese 3 - controles internos e gestão de riscos

$$H_0 = x_{\text{Dimensão controles e riscos 2017-2020}} = x_{\text{Dimensão controles e riscos 2012-2015}};$$

$$H_1 = x_{\text{Dimensão controles e riscos 2017-2020}} > x_{\text{Dimensão controles e riscos 2012-2015}};$$

Hipótese 4 - impactos socioambientais

$$H_0 = x_{\text{Dimensão Socioambientais 2017-2020}} = x_{\text{Dimensão Socioambientais 2012-2015}};$$

$$H_1 = x_{\text{Dimensão Socioambientais 2017-2020}} > x_{\text{Dimensão Socioambientais 2012-2015}};$$

Hipótese 5 - índice composto IGC<sub>13.303</sub>

$$H_0 = x_{\text{IGC}_{13.303} \text{ 2017-2020}} = x_{\text{IGC}_{13.303} \text{ 2012-2015}}$$

$$H_1 = x_{\text{IGC}_{13.303} \text{ 2017-2020}} > x_{\text{IGC}_{13.303} \text{ 2012-2015}}$$

Nos resultados observados nas Tabelas 3 e 4 abaixo, verificamos que em todas as dimensões as médias do segundo quadriênio foram superiores à do primeiro, resultando em valores positivos da diferença entre as médias quadriennais (média 2q – média 1q). Os testes resultaram em valores  $-p$  inferiores a 0,05 em todas as dimensões e no índice IGC<sub>13.303</sub>. Além deste fato, os intervalos de confiança das diferenças das médias, entre os dois quadriênios, não tinham o valor 0 (zero) neles contidos. Com efeito, concluímos que o valor  $p$  obtido é insignificante estatisticamente, ao nível de significância da estatística, de 5% (cinco por cento) utilizado no teste. Este resultado nos leva a recomendar o descarte da hipótese nula ( $H_0$ ) e a aceitação como verdadeira das hipóteses alternativas ( $H_1$ ).

**Tabela 3 – Estatísticas de Grupo – Amostras emparelhadas – Empresas agrupadas**

		Estatísticas de amostras emparelhadas			
		Média	N	Desvio Padrão	Erro Padrão da Média
Par 1	Dim_1_2q	1,775416	56	,6928857	,0925908
	Dim_1_1q	,690234	56	,5196251	,0694378
Par 2	Dim_2_2q	2,688861	56	,7190571	,0960881
	Dim_2_1q	,992439	56	,4971517	,0664347
Par 3	Dim_3_2q	1,696441	56	,5340921	,0713711
	Dim_3_1q	,779518	56	,4939448	,0660062
Par 4	Dim_4_2q	,703955	56	,4480320	,0598708
	Dim_4_1q	,535693	56	,5169249	,0690770
Par 5	IGC_13.303_2q	6,864698	56	1,9570204	,2615178
	IGC_13.303_1q	2,997943	56	1,6084487	,2149380

**Fonte:** Elaboração própria. (extraído software estatístico)

Diante deste cenário, podemos afirmar que, do ponto de vista estatístico, existem sinais relevantes de que houve adesão por parte das empresas federais independentes de economia mista, aos comandos da Lei 13.303/2016. Esta constatação decorre do fato de as médias das dimensões (com as empresas agrupadas) e do índice IGC<sub>13.303</sub> do quadriênio seguinte ao ano de promulgação da lei, foram estatisticamente maiores do que as médias do quadriênio anterior à lei. (Anderson *et al.*, 2016, p. 443-465).

**Tabela 4 – Teste de amostras emparelhadas - empresas agrupadas**

teste de amostras emparelhadas									
diferenças emparelhadas							t	gl	sig. (bilateral)
		média	desvio padrão	erro padrão da média	95% intervalo de confiança da diferença				
					inferior	superior			
par 1	dim_1_2q - dim_1_1q	1,08518	,684525	,091473	,901865	1,26849	11,863	55	,000
par 2	dim_2_2q - dim_2_1q	1,69642	,656096	,087674	1,52071	1,87212	19,349	55	,000
par 3	dim_3_2q - dim_3_1q	,916923	,580994	,077638	,761331	1,07251	11,810	55	,000
par 4	dim_4_2q - dim_4_1q	,168262	,364978	,048772	,070520	,266004	3,450	55	,001
par 5	IGC_13.303_2q - IGC_13.303_1q	3,86675	1,65335	,220938	3,42398	4,30952	17,501	55	,000

(t (56) = t; p < 0,05).

**Fonte:** Elaboração própria, a partir de software estatístico.

Como já debatido anteriormente, esta lei teve como propósito recrudescer as práticas de governança no ambiente destas organizações, notadamente nas ações e atividades dos conselhos, nas práticas de transparência e de controle de riscos, assim como verificar o cumprimento dos objetivos sociais destas empresas. Desta forma, também é possível afirmar que os objetivos pretendidos pela lei foram alcançados pelos legisladores, e as recomendações da literatura sobre o tema e da OCDE, no sentido de que a criação de um ambiente de governança alinhado com as boas práticas de gestão foi de alguma forma cumprido (Eisenhardt, 2015; Jensen; Meckling, 1976; Dharwadkar; George; Brandes, 2000; Fontes Filho, 2018; Silva, 2019; OECD, 2015).

Tabela 5 – Quadro resumo teste hipóteses

dimensão	hip.	Ho - hipótese nula	H1 - hipótese alternativa	média	valor teste estatístico	grau de liberdade	sig	Verif. hipóteses
		x 2o Quad. - x 1o Quad.	x 2o Quad. - x 1o Quad.		t	gl	valor p	5% C
<b>governança</b>	1	= 0	> 0	1,08518	11,863	55,0000	0,0000	hipótese nula rejeitada
<b>transparência</b>	2	= 0	> 0	1,69642	19,349	55,0000	0,0000	hipótese nula rejeitada
<b>controles internos e gerenciamento de riscos</b>	3	= 0	> 0	,91692	11,810	55,0000	0,0000	hipótese nula rejeitada
<b>resultados socio ambientais</b>	4	= 0	> 0	,16826	3,450	55,0000	0,0010	hipótese nula rejeitada
<b>IGC13.303</b>	5	= 0	> 0	3,86675	17,501	55,0000	0,0000	hipótese nula rejeitada

Fonte: Elaboração própria, a partir de software estatístico.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi o de investigar a adequação das empresas de economia mista independentes, listadas nas bolsas e fechadas, controladas pelo governo federal, à Lei 13.303/2016, notadamente no que se refere aos aspectos das práticas de governança corporativa, transparência (*accountability*), controles internos e gerenciamento de riscos e *outcomes* sociais.

Foi realizada uma revisão da literatura sobre a teoria da agência e dos conceitos que procuram identificar a possibilidade de conflito de interesses entre gestores e acionistas (agente x principal), assim como entre acionistas minoritários e controladores (principal x principal). Neste campo, concluímos que os estudos teóricos e empíricos, que tratam do tema, em geral, corroboram a possibilidade da existência de conflitos de interesses, muito embora tenhamos identificado, também, estudos que questionem a homogeneidade desses conceitos e a dificuldade de verificação empírica.

Em geral a teoria da agência possui um enfoque financista, tendo a preocupação de preservar os interesses dos acionistas no sentido de assegurar a proteção e a rentabilização do capital investido nas empresas. Em outras palavras esse *approach* teórico, relacionado ao modelo da agência, tem um caráter *shareholder-oriented*, com claras recomendações de ações de governança inclinadas para mitigação da possibilidade de conflitos de interesses, tais como a implantação de conselhos, realização de auditorias, divulgação de informações etc. – denominadas custo de agência.

Contudo, ao investigarmos as referências teóricas relacionadas à gestão das empresas estatais, identificamos outros atores envolvidos na relação entre agentes e principais. A sociedade e o governo eleito por ela para exercício do direito de propriedade. Com efeito, os objetivos, as definições de desempenho e a gestão dessas organizações além de estarem condicionadas às necessidades do controlador direto (governo), estão, também, sujeitas aos interesses difusos de seu controlador indireto, a sociedade. Esses fatos compõem um quadro institucional diverso e com significativa complexidade, com uma modelagem baseada no conjunto das partes constitutivas da corporação (*stakeholder-oriented model*).

Neste contexto, identificamos um rol de diretrizes propostos pela OCDE que consideram esta peculiaridade da “empresa estatal”, as quais devem ser aplicadas a empresas destinadas à execução clássica de “atividade econômica”, exclusivamente, ou em conjunto com a execução de objetivos de “interesse geral”, orientadas à produção de bens e serviços públicos com o propósito de atender ao conjunto da sociedade. Estas diretrizes são: justificativas para a propriedade estatal; o papel do Estado como proprietário; empresas estatais no mercado; tratamento equitativo entre acionistas e outros investidores; relações com partes interessadas e responsabilidade empresarial; divulgação e transparência; e responsabilidades dos conselhos. Foi notada uma significativa correlação destas diretrizes com as normas estabelecidas pela lei das estatais.

Tanto a teoria da agência, quanto a teoria principal x principal e as próprias diretrizes da OCDE, recorrem às proposições fundamentais do conceito de governança corporativa. Com efeito, restou claro que a questão fundamental da governança corporativa é o, além de garantir aos financistas (principais) que eles obtenham o retorno de seu investimento financeiro,

também o de uma ferramenta capaz de ser utilizada para o atendimento das diretrizes da OCDE e, conseqüentemente, o de harmonizar o contexto das organizações com múltiplas partes interessadas - *stakeholder-oriented*.

Esse fato vem impelindo a necessidade de aprimoramento da chamada governança corporativa nas organizações, podendo ser uma eficaz ferramenta para compreender e mitigar riscos envolvidos nos relacionamentos entre gestores e acionistas. Sendo, portanto, as boas práticas de governança corporativa caracterizadas por um rol de medidas e ações que compatibilizem os interesses dos acionistas e da gestão das organizações, visando atender os objetivos da empresa, otimizando o desempenho e, sobretudo, fornecendo garantias de continuidade do capital para todas as partes envolvidas.

Do ponto de vista da gestão pública, as boas práticas de governança podem contribuir significativamente para o desenho, execução e aperfeiçoamento de políticas públicas, além de se apresentar como uma ferramenta de melhoria da prestação de contas (*accountability*), assim como de verificação do cumprimento dos objetivos sociais que motivaram a criação legal da estatal.

Importante ressaltar que a metodologia utilizada para o cálculo do índice de governança corporativa que denominamos IGC<sub>13.303</sub>, foi adaptada a partir da metodologia utilizada pela SEST para o IG-Sest em seus últimos ciclos, o qual vem sendo calculado e divulgado desde a promulgação da lei das estatais por esta secretaria do Ministério da Fazenda. A contribuição deste estudo foi o de incluir na composição do índice de governança (IGC<sub>13.303</sub>) a dimensão “socioambiental”, com uma consulta direta aos dados e informações tornadas públicas pelas empresas.

A principal contribuição desta investigação foi a de concluir, estatisticamente, que a lei das estatais teve um resultado positivo, no sentido de impor às empresas investigadas melhores práticas nas quatro dimensões investigadas, ou seja, governança corporativa, transparência, controles internos e de riscos, além de um recrudescimento de suas ações sociais e ambientais. Em outras palavras, foi percebido o respeito e adesão das empresas aos comandos da lei, o que implica na retenção das hipóteses alternativas em todas as dimensões e no índice consolidado. Esses achados são importantes para contribuição da discussão da governança pública, inclusive pelo seu ineditismo na literatura.

O presente estudo possui limitações. A mais relevante delas está relacionada ao tamanho da amostra, notadamente quanto ao número de empresas que compuseram o estudo, o qual não atendeu as recomendações estatísticas de tamanho ideal. Muito embora esta limitação esteja prevista na literatura, o número de 13 (treze) empresas analisadas era, de fato, a população das empresas federais de economia mista independentes.

Para superar a limitação acima relatada no presente estudo, recomendamos que investigações futuras ampliem o tamanho da amostra, expandindo para a totalidade das empresas

estatais federais, ou mesmo analisando os impactos da lei das estatais sobre as empresas públicas estaduais ou municipais. Recomendamos, ainda, que tais estudos incorporem em seu referencial teórico as perspectivas da abordagem *Environmental, social, and corporate governance* (ESG), com o objetivo de verificar em que medida as empresas estão, de fato, trabalhando em prol de objetivos sociais e ambientais.

Por fim, reconhecemos o esforço que foi feito pelas organizações analisadas no sentido de melhorar as suas práticas de gestão e controle e, também, de prestarem satisfação aos seus acionistas controladores e minoritários e, sobretudo, à população brasileira em razão dos compromissos e funções sociais que estas organizações possuem.

## REFERÊNCIAS

ANDERSON, D. R.; Sweeney, D. J.; Williams, T. A.; Camm, J. D.; Cochran, J. J. **Statistics for Business & Economics**. 13a. ed. Boston: Cengage Learning, 2016. Disponível em: <<https://dokumen.pub/statistics-for-business-amp-economics-revised-13thnbsped-1337094161-9781337094160.html>>.

BARCELOS, D.; TORRES, R. C. L. DE. **Licitações e Contratos nas Empresas Estatais**. 1ª edição-Normal ed. [s.l.] Editora Juspodivm, 2018. ISBN: 9788544253250.

BITTENCOURT, S. **A Nova lei das Estatais: Novo Regime de Licitações e Contratos nas Empresas Estatais**. 1ª edição ed. [s.l.] Editora JH Mizuno, 2017. ISBN: 978-8577893225.

BRASIL. **Lei 13.303/2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF. 30 jun. 2016. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm)>.

BRASIL. **Regulamento indicador de governança SEST - 5º ciclo**. Ministério da Economia, 9 jun. 2021. Disponível em: <[https://www.gov.br/gestao/pt-br/assuntos/estatais/igsest/arquivos/ig-sest-regulamento-6o-ciclo-26\\_04\\_2022-1.pdf](https://www.gov.br/gestao/pt-br/assuntos/estatais/igsest/arquivos/ig-sest-regulamento-6o-ciclo-26_04_2022-1.pdf)>. Acesso em: 20 ago. 2022.

BRASIL. **Boletim das empresas estatais federais**. Vol. 16. Ministério da Economia, (dez. 2020). Brasília: SEST/ME, 2021. Disponível em: <<https://www.gov.br/gestao/pt-br/central-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-das-empresas-estatais-federais>>. Acesso em: 20 ago. 2022.

CUNHA, P. R. DA. **Proposta sistematizada de características e ações dos agentes internos da governança corporativa que possa contribuir à qualidade das demonstrações contábeis**. Doutorado—Blumenau: Universidade Regional de Blumenau, 2011. Disponível em: <<http://www.uniedu.sed.sc.gov.br/wp-content/uploads/2017/10/Tese-Paulo-Roberto-da-Cunha.pdf>>.

DAISER, P.; YSA, T.; SCHMITT, D. Corporate governance of state-owned enterprises: a systematic analysis of empirical literature. **International Journal of Public Sector Management**, v. 30, n. 5, p. 447–466, 1 jan. 2017. <https://doi.org/10.1108/IJPSM-10-2016-0163>

- DHARWADKAR, R.; GEORGE, G.; BRANDES, P. Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective. **The Academy of Management Review**, v. 25, n. 3, p. 650–669, 2000. <https://doi.org/10.2307/259316>
- DIEHEL, A.; TATIM, D. **Pesquisa em Ciências Sociais Aplicadas: Métodos e Técnicas**. 1a. ed. [s.l.] Pearson Universidades, 2004. ISBN: 858791894X.
- EBELING, F. Variedades de capitalismo e complementaridades institucionais: uma análise da política petrolífera brasileira e da viabilidade do “Projeto Pré-Sal”. **Cadernos EBAPE.BR**, v. 14, n. spe, p. 418–439, jul. 2016. <https://doi.org/10.1590/1679-395117001>
- EISENHARDT, K. M. Teoria da Agência: Uma Avaliação e Revisão. **Revista de Governança Corporativa**, v. 2, n. 1, 2015. <https://doi.org/10.21434/IberoamericanJCG.v2i1.14>
- FONTES FILHO, J. R. A governança corporativa em empresas estatais brasileiras frente à Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei nº 13.303/2016). **Revista do Serviço Público - RSP**, n. Edição Especial: Repensando o Estado Brasileiro, p. 209–237, dez. 2018. <https://doi.org/10.21874/rsp.v69i0.3276>.
- FONTES FILHO, J. R.; PICOLIN, L. M. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**, v. 42, n. 6, p. 1163 a 1188–1163 1188, 1 jan. 2008. <https://doi.org/10.1590/S0034-76122008000600007>.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002. ISBN: 978-85-224-3169-4.
- GROSSMAN, S.; HART, O. Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. **Bell Journal of Economics**, v. 11, n. 1, p. 42–64, 1980. Disponível em: <[https://econpapers.repec.org/article/rjebellje/v\\_3a11\\_3ay\\_3a1980\\_3ai\\_3aspring\\_3ap\\_3a42-64.htm](https://econpapers.repec.org/article/rjebellje/v_3a11_3ay_3a1980_3ai_3aspring_3ap_3a42-64.htm)>.
- HAGOPIAN, F. Delegative Democracy Revisited: Brazil’s Accountability Paradox. **Journal of Democracy**, v. 27, n. 3, p. 119–128, 2016. <https://doi.org/10.1353/jod.2016.0043>.
- IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5a. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>>.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1 out. 1976. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- 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. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>.
- LAMEIRA, V. DE J.; JUNIOR, W. L. N.; MACEDO-SOARES, T. D. L. VAN A. DE. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração - RAUSP**, v. 42, n. 1, p. 64–73, 2007. Disponível em: <<https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=223417433006>>.
- LIN, J. W.; HWANG, M. I. Audit Quality, Corporate Governance, and Earnings Management: A Meta-Analysis. **International Journal of Auditing**, v. 14, n. 1, p. 57–77, 2010. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2009.00403.x>.

OECD. **OECD Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises**. Paris: OECD, 2005. Acesso em: 7 ago. 2022. Disponível em: <[https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2024/06/oecd-guidelines-on-corporate-governance-of-state-owned-enterprises-2024\\_68fa05cd/18a24f43-en.pdf](https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2024/06/oecd-guidelines-on-corporate-governance-of-state-owned-enterprises-2024_68fa05cd/18a24f43-en.pdf)>.

OECD. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**. Paris: OECD, 2015. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>>. Acesso em: 7 ago. 2022.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. DI M. DA. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79–86, 12 fev. 2019. Disponível em: <<https://rae.fgv.br/rae/vol48-num2-2008/governanca-corporativa-custos-agencia-estrutura-propriedade>>.

SENADO FEDERAL. **Lei Numerada - 13303 de 30/06/2016 Publicação Original [Diário Oficial da União de 01/07/2016] (p. 1, col. 2)**. Disponível em: <<https://legis.senado.leg.br/norma/602528/publicacao/15636229>>. Acesso em: 26 jun. 2021.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737–783, 1997. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>.

SILVA, W. C. DA. **Governança, gestão de riscos e conformidade: Petrobras e Eletrobras, antes e depois da Operação Lava Jato**. Mestrado—Salvador: Universidade Federal da Bahia, 2016. Disponível em: <<http://repositorio.ufba.br/ri/handle/ri/23655>>.

SILVA, M. S. (Organizador). Teoria e política pública de governança corporativa de empresas estatais no Brasil. Em: **Empresas estatais, políticas públicas, governança e desempenho**. 1a. ed. Brasília: IPEA, p. 65–102, 2019. Disponível em: <<https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/9505>>.

SILVEIRA, A. DI M. DA. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Doutorado—São Paulo: Universidade de São Paulo, 2004. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>>.

TCU. 101/2000. TCU firma entendimento sobre o conceito de empresa estatal federal dependente. . 16 maio 2019. Disponível em: <<https://portal.tcu.gov.br/imprensa/noticias/tcu-firma-entendimento-sobre-o-conceito-de-empresa-estatal-federal-dependente.htm>>.

TORGA, E. M. M. F. *et al.* Os Efeitos da Operação Lava Jato no Mercado de Capitais Brasileiro: O Caso Petrobras. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 22, p. 1–27, 9 abr. 2021. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF210018>.

VILELA, E. H. P. *et al.* A Petrobras após os escândalos de corrupção da operação Lava-Jato: uma análise do valor da empresa até 2016. **Desenvolve-Revista de Gestão do Unilasalle**, v. 7, n. 3, p. 09–26, 13 nov. 2018. <https://doi.org/10.18316/desenv.v7i3.4664>.

### **Sergio Augusto da Motta**

<https://orcid.org/0009-0000-8906-0891>

Mestre em Administração de Empresas pelo Programa de Pós Graduação em Administração (PPGAd) da Universidade Federal Fluminense (UFF). MBA em Finanças pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC). Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal Fluminense (UFF).  
sergiomotta@id.uff.br

### **Frederico Lustosa da Costa**

<https://orcid.org/0000-0002-5298-7156>

Doutor em Gestão, pelo Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa (ISCTE/IUL), Portugal. Mestre em Administração Pública pela Fundação Getúlio Vargas (EBAPE/FGV), e em Comunicação Política (DEA) pela Universidade Paris I (Pantheon-Sorbonne), França. Professor do Programa de Pós-graduação em Administração (PPGAd) da Universidade Federal Fluminense e membro da Academia Brasileira de Ciências da Administração.  
fredericolustosa@id.uff.br

### **Liliane Furtado**

<https://orcid.org/0000-0003-3510-8321>

Doutora e Mestre em Administração pela Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getúlio Vargas (EBAPE/FGV). Professora Adjunta do Instituto COPPEAD de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro (COPPEAD/UFRJ).  
liliane.furtado@coppead.ufrj.br