



A Estrutura de Controle Estatal Aumenta a Adesão aos Segmentos Diferenciados de Governança da B3

The State Control Structure Increases Adherence to Governance Differentiated Segments of B3

La Estructura de Control Estatal Aumenta la Adhesión a los Segmentos Diferenciados de Gobierno de B3

Alison Geovani Schwingel Franck

<https://orcid.org/0000-0001-7639-4323>

Universidade Federal de Santa Maria, Rio Grande do Sul, Brasil

alischfranck@hotmail.com

Igor Bernardi Sonza

<http://orcid.org/0000-0001-5403-3279>

Universidade Federal de Santa Maria, Rio Grande do Sul, Brasil

igorsonza@gmail.com

RESUMO

O governo brasileiro participa diretamente em empresas públicas de diversos setores, concentrando-se nos setores de energia (geração e distribuição), transporte e bancos. Visando identificar se essa participação é benéfica para tais empresas do ponto de vista da governança corporativa, o presente estudo buscou averiguar o efeito estrutura de controle do estado sobre a governança corporativa utilizando os dados de uma amostra de empresas públicas brasileiras entre os anos de 2010 e 2016. Através de dados obtidos a partir dos relatórios da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi realizada uma análise de regressão logit com dados não balanceados através do modelo OLS. Como resultado, foi identificado que a estrutura de controle do estado aumenta a probabilidade de que as empresas sejam listadas em segmentos diferenciados de listagem (Novo mercado, Nível 1 e Nível 2) da B3, os quais servem como parâmetro de qualidade de governança de tais empresas.

Palavras-Chave: Governança corporativa. Estrutura de controle estatal. Níveis diferenciados.

ABSTRACT

The Brazilian government participates directly in public companies in different sectors, focusing on the energy (generation and distribution), transport and banking sectors. In order to identify whether this participation is beneficial for such companies from the point of view of corporate governance, the present study sought to investigate the effect of the state control structure on corporate governance using data from a sample of Brazilian public companies

between 2010 and 2016. Using data obtained from the reports of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), a logit regression analysis was performed with unbalanced data using the OLS model. As a result, we identified that state control structure increases the likelihood of the companies be listed in different segments (Novo mercado, Nível 1 e Nível 2) of B3, which serve as a parameter of governance quality of such companies.

Keywords: Corporate governance. State control structure. Differentiated levels.

RESUMEN

El gobierno brasileño participa directamente en empresas públicas de diferentes sectores, enfocándose en los sectores de energía (generación y distribución), transporte y banca. Con el objetivo de identificar si esta participación es beneficiosa para dichas empresas desde el punto de vista del gobierno corporativo, este estudio buscó investigar el efecto de la estructura de control estatal sobre el gobierno corporativo utilizando datos de una muestra de empresas públicas brasileñas entre 2010 y 2016. A través de datos obtenidos de los informes de la Comisión Brasileña de Valores (CVM), se realizó un análisis de regresión logit con datos desbalanceados utilizando el modelo OLS. Como resultado, se identificó que la estructura de control estatal aumenta la probabilidad de que las empresas coticen en segmentos de cotización diferenciados (Novo mercado, Nível 1 e Nível 2) de B3, los cuales sirven como parámetro de calidad para el gobierno de dichas empresas.

Palabras-Clave: Gobierno corporativo. Estructura de control estatal. Niveles diferentes.

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, a governança corporativa se tornou uma área primordial nos estudos em finanças. Muitas pesquisas relacionadas são inspiradas na ideia da teoria da agência e análises empíricas documentam que a boa governança corporativa pode aumentar o valor de mercado e melhorar o desempenho operacional das empresas (FU, 2018). A teoria da agência desperta interesse internacional nos aspectos de governança corporativa e nas suas práticas, principalmente a partir da separação entre propriedade e controle ao nível organizacional e a partir das implicações desta separação. Nesse ínterim, a governança corporativa busca atender aos sistemas legislativos nacionais, adotar códigos de melhores práticas, desenvolver modelos de governança, Identificar o papel do conselho e o papel da administração, além de manter a atenção à sustentabilidade corporativa (Lombardi *et al.*, 2019).

Assim, para as finanças corporativas, a boa governança é baseada na supervisão correta da contabilidade corporativa e das práticas de relatórios contábeis pelos comitês de auditoria e conselhos, principalmente pelos problemas que a falta de uma governança de qualidade pode causar, como escândalos de corrupção de grandes corporações americanas durante o início dos anos 2000. Em presas como *AOL Time Warner*, *Global Crossing*, *Enron*, *Qwest Communications* e *WorldCom*, foi identificado que a alta administração havia empregado práticas contábeis fraudulentas para aumentar artificialmente as receitas, superestimar os ativos e reduzir as despesas. Esses casos resultaram na condenação de vários executivos corporativos e na aprovação da *Lei Sarbanes-Oxley* (SOX). Essa lei, que foi aprovada pelo Congresso dos EUA em 2002, tornou-se referência internacional na busca por melhores práticas de auditoria e governança corporativa de empresas de capital aberto (Nguyen; CHU, 2019).

A *Sarbanes-Oxley* veio para reiterar o papel do estado enquanto agente regulador diante da governança corporativa. De acordo com Cremasco (2016), o papel do estado reafirma a relevância deste ente como agente de apoio ao mercado, responsável por mediar, estimular e

promover intervenções e regulações. As discussões em torno do papel do estado, embora não sejam de origem recente, permanecem atuais. Explicações sobre até que ponto, como e onde o governo deve participar são de interesse crescente nos círculos acadêmicos e na vida cotidiana e, mesmo que o debate sobre a presença direta do governo nas empresas muitas vezes se torne polarizado, é importante observar que não há consenso ou elementos conclusivos na literatura sobre o assunto (Loch *et al.*, 2020).

Particularmente no Brasil, perante o histórico das empresas estatais brasileiras, e diante de períodos de incerteza, tais empresas podem adotar práticas discrepantes em relação às privadas. De acordo com Fontes Filho e Alves (2018), a presença do estado como acionista nas empresas brasileiras impõe diversos desafios do ponto de vista da governança corporativa. Divergências quanto à missão e objetivos, mensuração de efetividade, possibilidades de financiamento e diversificação do negócio, condições jurídicas em aspectos como falência e endividamento, características e limitações nas políticas de pessoal e seleção, sucessão e incentivos aos administradores, entre outras, reconfiguram o papel dos atores da governança.

Guimarães e Da Silva (2020) reitera que a presença estatal implica em conflitos de agência de ordem pública, envolvendo toda a sociedade e os políticos e burocratas encarregados da gestão dos negócios do Estado. Os autores acrescentam que conflitos de interesse em empresas estatais em economias emergentes são um caso especial dos conflitos de governança e agência que afetam as empresas em geral em mercados fora da OECD, pois o custo de controle acaba por exceder aquele custo que ocorre em países desenvolvidos. Nessas empresas, mudanças são sentidas à medida que ocorrem mudanças no governo e tais mudanças são maiores quando ocorrem mudanças de poder. Mesmo quando o titular vence, mudanças na alta administração como resultado de negociações políticas acontecem, tornando relevante a análise desses eventos. Ainda, ao mesmo tempo em que determinada empresa estatal enfrenta o problema de agência típico da macroempresa de capital pulverizado, também convive com o conflito latente entre acionistas controladores e não controladores, na medida em que a utilização da companhia para fins políticos, por influência do Estado, acaba prejudicando o seu desempenho e frustrando as expectativas de retorno financeiro dos investidores privados. (Guimarães; Da Silva, 2020).

Diante desta problemática e tomando como base o fato de que o Brasil vem aprimorando as práticas de governança adotadas e de que a participação estatal é um tema recorrente de debate, este estudo versa responder à pergunta: “A participação acionária ordinária do estado influencia a adesão das empresas aos níveis diferenciados da B3?” Deste modo, baseando-se nos mecanismos internos de estrutura de controle, este estudo tem como principal objetivo o de analisar, para as empresas brasileiras de capital aberto negociadas na B3, o impacto da estrutura de controle estatal nas suas práticas de governança corporativa. Através do uso de regressões logit com dados não balanceados por OLS, foi encontrado que a presença do estado como acionista tem um efeito positivo sobre a adoção de boas práticas de governança a partir das empresas com ele relacionadas.

Entender o papel do governo na governança é essencial (Franck; Sonza, 2021), e o artigo contribui para esse entendimento de várias formas. Primeiramente, busca examinar o papel do governo em promover ações que foquem na diminuição de assimetrias informacionais, melhorando os problemas de agência inerentes às organizações. O governo é um dos principais agentes responsáveis pela fiscalização e monitoramento das ações das empresas, sendo que a sua participação no controle e na gestão pode desempenhar um papel decisivo no desempenho. Segundo, os resultados do impacto do governo na governança são controversos, de um lado inovações no sistema regulatório brasileiro permitiram que empresas vinculadas ao estado se

comprometessem com práticas de governança ainda mais altas, sinalizando uma melhoria na administração (da Cunha; Freitas; de Araújo, 2020, Silva; Schmidt; Kliass, 2019). Por outro lado, apesar de avanços, a corrupção continua a afetar as estratégias e comportamentos econômicos e financeiros das empresas vinculadas ao estado, agravando os problemas de agência e afetando negativamente a governança (Di Pietra; Melis, 2016, Nguyen; Doan; Nguyen, 2020). Essa questão evidencia a necessidade de um estudo pormenorizado do impacto da propriedade governamental na governança das empresas. Por fim, essa análise é relevante para investidores, estudiosos e público em geral, que visam identificar se vale a pena investir em empresas com propriedade estatal.

2 CONTROLE ESTATAL E GOVERNANÇA

O crescente interesse pela governança corporativa e suas práticas no nível internacional partiu principalmente da separação da propriedade e do controle no nível organizacional (Berle; Means, 1932, Jensen; Meckling, 1976). Deste modo, a governança corporativa surge com o objetivo de superar o chamado problema da agência, causado pela separação entre propriedade e controle empresarial. A teoria da agência é baseada em dois axiomas principais: (1) existem assimetrias de informação entre principais e agentes e (2) principais e agentes têm interesses divergentes. No caso de uma empresa, o proprietário/acionista (principal) fornece o capital, assumindo assim um nível de risco e contrata um gerente (agente) para desempenhar algumas funções. Os proprietários esperam que os gerentes administrem a empresa no melhor interesse destes. No entanto, os gerentes têm informações superiores sobre as operações da empresa e, devido a interesses divergentes, podem trabalhar contra os interesses dos proprietários. Gerentes antiéticos e egoístas podem se envolver em atividades ilegais ou fraudulentas para aumentar sua própria riqueza em detrimento da riqueza dos proprietários (Ali, 2020; Ivascu *et al.*, 2022).

A governança corporativa modera positivamente a relação agência-desempenho através do aumento da eficiência econômica geral proporcionada sob o ponto de vista alocativo e produtivo. Dessa forma, no exame detalhado das dinâmicas organizacionais, a governança corporativa emerge como uma força propulsora essencial, desempenhando um papel pivotal na otimização do desempenho e na salvaguarda dos interesses dos acionistas (Khan *et al.*, 2020). Este fenômeno, longe de ser exclusividade das empresas privadas, estende-se significativamente ao cenário das estatais, delineando uma trajetória comum de busca incessante por melhores práticas corporativas, conforme atestado por estudos (Khan *et al.*, 2020, Šahman, 2022). Dessa forma, a eficiência econômica, almejada pela governança corporativa, não é apenas uma prerrogativa do setor privado, mas reverbera de maneira marcante também nas estruturas estatais.

Contudo, quando confrontamos as empresas privadas com as estatais, surge um ponto de inflexão: apesar de o controle estatal levar a mais poder de mercado e facilidade de acesso a financiamento externo, isso acaba por levar a uma quantidade considerável de recursos à disposição dos gestores. Dessa forma, as empresas com propriedade estatal se comportam de maneira diferente quando comparadas às empresas não estatais e o custo de agência nas instituições estatais é maior do que nas empresas privadas (Kyfyak; Shelyuzhak, 2021). Empresas estatais carecem de princípios claramente definidos, o que viabiliza os gerentes a atender aos seus interesses e não aos interesses dos acionistas. Além disso, esses gestores têm forte respaldo político, o que os torna não-responsáveis por suas ações. Portanto, espera-se que o desempenho das empresas estatais fique aquém do das empresas privadas (Khan *et al.*, 2020).

No Brasil, as estatais são pessoas jurídicas de direito privado, organizadas, em sua maioria, sob a forma de sociedades de capital por ações e de empresas públicas. Encontram-se,

ainda, entre as subsidiárias e controladas dessas empresas, sociedades civis ou por cotas de responsabilidade limitada (MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, DESENVOLVIMENTO E GESTÃO, 2020). Para Di Pietra e Melis (2016), a corrupção de funcionários do governo pelas empresas é reconhecida como um problema cada vez mais crítico em nível nacional e internacional. Para os autores, apesar dos tratados multilaterais e de muitas tentativas nacionais para resolver esse problema nos últimos anos, a corrupção continua a afetar as estratégias e comportamentos econômicos e financeiros das empresas. Em muitos casos, a corrupção foi reconhecida erroneamente como uma maneira aceitável de se comportar na conduta e gestão dos negócios em países específicos e até como característica de alguns contextos que afetam o papel desempenhado pelos empreendedores. Nguyen, Doan e Nguyen (2020) reiteram os autores supracitados e afirmam que as empresas vinculadas ao estado usam subsídios e subornos do governo como uma ferramenta para contornar políticas públicas para ganho privado. Em outras palavras, a propriedade do governo reduz o desempenho das empresas, além de aumentar os custos de agência.

Além dos desafios globais relacionados à corrupção em empresas vinculadas ao estado, é imperativo observar como essa questão se manifesta no contexto específico das estatais brasileiras. No Brasil, o debate sobre a privatização e a eficiência do estado ganha destaque, considerando o papel significativo que o governo desempenha como acionista em diversas companhias. A Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (2019), através do seu Boletim, afirma que o ente federal participa ativamente em 203 empresas, sendo que destas, 46 são com controle direto e 157 com controle indireto da União. Do total, predominam as de energia, as do setor financeiro e as do setor de petróleo, gás e derivados. Contudo, apesar da importância estratégica, as estatais brasileiras ainda não atingiram um patamar de excelência: o Brasil só aderiu, até 2019, às Recomendações do Conselho sobre os Princípios de Governança empresarial para as empresas do G20 e da OCDE, e não às normas que versam sobre corrupção em estatais especificamente (embora os princípios gerais também se apliquem a essa categoria de empresas). Tais normas mostram o que será exigido do Brasil em um processo de adesão e sinalizam quais serão as potenciais mudanças no ordenamento jurídico brasileiro para se adequar a estas novas normas (Thorstensen; Faria, 2019).

Aliados a não-adoção de normas, os recentes escândalos de corrupção no contexto da chamada operação “lava-jato” fizeram o país ganhar a primeira página dos mais importantes jornais de todo o mundo. Com isso, o Brasil teve a sua imagem abalada no cenário internacional e também levantou a desconfiança de investidores nacionais e estrangeiros, o que acabou afetando a economia e o sistema financeiro do país. Tais acontecimentos demonstraram também a fragilidade do controle sobre as empresas estatais, bem como a falta de comprometimento dos gestores em cumprir as leis, um baixo grau de transparência dessas empresas e também um pernicioso relacionamento entre grandes empresários e o poder público. O debate só ganhou corpo na agenda política do país quando as operações policiais começaram a revelar para o mundo que um dos maiores escândalos de corrupção da história acontecia dentro da Petrobras, a maior estatal do Brasil (Ribas; Blanchet, 2020).

Em geral, a paradoxal inconsistência na consideração dos objetivos sociais das empresas estatais, combinada com sua extrema ineficiência, refuta a ideia de que a propriedade estatal leva a um desempenho maior que as empresas privadas não podem alcançar. Os indícios apresentados pelos autores preponderantemente apontam uma relação negativa entre a participação estatal e a governança corporativa nas empresas, indicando que o governo gera uma governança corporativa debilitada quando busca propósitos políticos e objetivos de maximização do bem comum (sem fins lucrativos) deixando de lado as melhores práticas de

governança. No entanto, de acordo com Lima (2018), alguns esforços já foram feitos no Brasil no sentido de melhorar a governança corporativa nas empresas as quais o estado possui participação no controle. De acordo com Lima (2018), a bolsa de valores (B3) participou ativamente na negociação da entrada de algumas empresas estatais nos segmentos especiais de listagem, solicitando que essas fizessem modificações em seu estatuto de forma a resguardar direitos de seus acionistas privados. A premissa adotada na criação dos segmentos especiais de listagem era a de projetar um novo ambiente para negociar ações de modo que a adoção de boas práticas de governança corporativa fosse capaz de permitir a redução da percepção de risco por parte dos investidores. Assim, a redução da assimetria informacional e os direitos e garantias adicionais poderiam influenciar positivamente a valorização e a liquidez das ações (B3, 2023).

A compreensão da relação entre a participação do governo e a melhoria da governança em uma empresa é crucial por determinadas razões. Uma delas tem relação com a eficiência econômica e o desenvolvimento sustentável na efetividade das políticas públicas. Uma vez que a qualidade da governança afeta diretamente a eficiência na alocação de recursos influenciando o desempenho econômico geral (Wang; Xia, 2022), empresas bem governadas são mais propensas a contribuir para o desenvolvimento sustentável (Wu; Jin, 2022), considerando não apenas os lucros, mas também os impactos sociais e ambientais (Aguilera *et al.*, 2022). Assim, empresas estatais eficientes e bem governadas são essenciais para a eficácia das políticas públicas, especialmente quando o governo busca atingir objetivos sociais e políticos por meio dessas entidades (Thynne, 2022). Outra razão guarda relação com a confiança do investidor: investidores, tanto locais quanto estrangeiros, baseiam suas decisões em ambientes de negócios transparentes e empresas com governança sólida, o que é essencial para atrair investimentos e fortalecer a confiança no mercado (Dănescu *et al.*, 2021).

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

H1: O aumento na estrutura de controle pertencente ao governo gera uma probabilidade maior dessa empresa pertencer aos segmentos diferenciados da B3;

Entretanto, há de se considerar que as exigências quanto às melhores práticas de governança concebendo o estado como agente regulador são recentes, e, por serem práticas recentes, podem ainda não ter impactado suficientemente a estrutura governamental das empresas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2017). Além disto, empresas com controle estatal tendem a ser menos valorizadas em relação à governança, visto que a governança é um aspecto mais complexo de ser trabalhado por essas empresas devido à presença dos políticos. Ainda, existem evidências de pior desempenho no cumprimento de requisitos legais de transparência, além de nem toda a empresa estatal ter alterado os estatutos no prazo fixado pela Lei nº 13.303/2016 (Teixeira, 2022). Assim, é utilizada a seguinte hipótese alternativa

H1A: O aumento na estrutura de controle pertencente ao governo gera uma probabilidade menor dessa empresa pertencer aos segmentos diferenciados da B3.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo são apresentados os procedimentos metodológicos adotados na pesquisa para atingir os objetivos propostos inicialmente. Deste modo, discute-se a estratégia e o método, o processo de coleta de dados e a amostra investigada, as técnicas de análise dos dados e a definição das variáveis a serem utilizadas. A amostra do estudo consiste em firmas brasileiras de capital aberto negociadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) no período compreendido entre 2010 e 2016. Informações financeiras e da estrutura de propriedade foram coletadas na base de dados Economatica e no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As informações sobre governança corporativa foram manualmente coletadas na CVM. Como sugerido por Almeida, Campello e Galvão (2010), foram excluídas as empresas financeiras e com Q de Tobin inferior (ou igual) a zero e maior que 10 ($10 \leq Q > 0$). Após, foi incluído um filtro para identificar empresas que possuíam ações ordinárias de posse do estado. As ações ordinárias foram mensuradas tanto através da participação direta do estado quanto através da participação indireta, por meio de instituições vinculadas a ele, como o BNDES. A amostra final foi constituída por 234 empresas (em um universo de cerca de 1.390 observações não balanceadas).

No modelo, foi utilizada uma regressão logit através do método OLS (Mínimos Quadrados Ordinários) robusto, onde a variável principal foi uma *dummy*, indicando se a empresa participa ou não do dos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da B3. A utilização do Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS) para a regressão logit binária pode ser explicado em função de sua estimação consistente, visto que, em amostras grandes, as estimativas tendem a convergir para os valores corretos (as estimativas calculadas se aproximam dos verdadeiros parâmetros populacionais) (Li *et al.*, 2022). A escolha do modelo logit foi feita com base em Nunes *et al.* (2010), os quais verificaram a relação do tamanho, setor de atividade, concentração acionária e localização à adesão (ou não adesão) ao Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). O ISE é um indicador de desenvolvimento sustentável e considera aspectos de governança corporativa e sustentabilidade empresarial (Nunes *et al.*, 2010). Entretanto, para a escolha das variáveis independentes adotou-se como base o artigo de Borisova *et al.* (2012), os quais criaram um modelo com mais variáveis para explicar a relação propriedade estatal *versus* governança corporativa.

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

Onde: DB_{it} é a variável *dummy*, α é o intercepto, γ e θ são os coeficientes das variáveis, ECG_{it} é a variável independente principal representada pela estrutura de controle pertencente ao governo federal, C_{it} representa as variáveis de controle, i representa as empresas, t indica o tempo, $Efset$ são os efeitos fixos setoriais, $Eftemp$ os efeitos fixos temporais e ε_{it} evidencia termo de erro aleatório. A variável dependente (DB_{it}), a variável independente principal, assim como as demais variáveis de controle, podem ser visualizadas no Quadro 1.

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

que, na análise em questão, representa: 0 – não pertence aos segmentos diferenciados da B3 e 1 – pertence aos segmentos diferenciados da B3.

Quadro 1 - Variáveis: principais formulações

Variável Dependente			
Variáveis internas	Fórmula	Autores	
DB_{it} – Dummy dos segm. de listagem com governança diferenciada	Dummy: 1- Se as empresas participam dos segmentos de listagem com governança corporativa diferenciada; 0 – Caso contrário.	Assunção, De Luca e De Vasconcelos (2017)	
Variável Independente Principal			
Variável	Fórmula/Descrição	Autores	Sinal
ECG Estrutura de Controle pertencente ao governo federal	$\frac{\% \text{ ações } (ON) \text{ pertencentes ao gov.}}{100}$	Ben-Hassoun, Aloui e Ben-Nasr (2018); Abramov <i>et al.</i> (2017)	-
Variáveis de controle			
CAPEX – Gastos com investimento em Capital	$\frac{\text{Gastos de Capital}}{\text{Ativo Total}}$	Cooper, Gulen, e Schill (2008)	-
		Fama e French (1999)	+
Div. – Dividendos	$\frac{\text{Dividendos Pagos}}{\text{Lucro Líquido}}$	Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009)	+
ROA – Retorno do Ativo	$\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo Total}}$	Valenti, Luce e Mayfield (2011)	+
ROE – Retorno sobre o patrimônio	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Valenti, Luce e Mayfield (2011)	+
Alavancagem	$\frac{\text{Passivo Oneroso de curto e longo prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Slovin, Johnson e Glascock, (1992)	+
Alavancagem2	$\frac{\text{Passivo Oneroso de curto e longo prazo}}{\text{Ativo total}}$	Slovin, Johnson e Glascock, (1992)	+
Tamanho: Ativo Total Receita líquida Patrimônio Líquido	- Log do ativo total da empresa. - Log. Da Receita Líquida. - Log. do Patrimônio Líquido.	Clements, Neill e Wertheim (2015)	-
		Herciu e Serban (2016)	+
Liquidez	$\frac{\text{Caixa e Equivalentes}}{\text{Ativo Total}}$	Li, Chen e French (2012)	+
Idade média do Executivo	Log. da idade média dos diretores da empresa.	Jensen e Murphy (1990)	-
Conselheiros Independentes	$\frac{\text{Número total de consel. independ.}}{\text{Número total de conselheiros}}$	Klein (2002)	+
Dualidade	Dummy: 1 se o executivo principal exerce a função de presidente do conselho; 0, caso contrário.	Abbasi, Kalantari e Abbasi (2012)	-

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Fórmula (1) do logit é apresentada a seguir:

Sobre o modelo OLS foram aplicados os seguintes testes: (i) Normalidade de Doornik-Hansen e de Shapiro-Wilk; (ii) Razão de verossimilhança (matriz de covariância); (iii) Correlação; (iv) Heterocedasticidade de Breusch Pagan; e, (v) VIF (Fator de Inflação da Variância). Em concordância com Adkins (2013), o teste de Doornik-Hansen utiliza a estatística Qui-quadrado para averiguar a veracidade na hipótese de normalidade. Assim, sua função é testar a hipótese nula (H0), considerando que a amostra provém de uma distribuição normal.

A seguir, são apresentadas as razões para a utilização de cada teste. Quanto a razão de verossimilhança, Fávero *et al.* (2009) afirma que se caracteriza por um teste de hipóteses que compara a qualidade do ajuste de modelos. A aplicação do teste da razão de verossimilhança se dá por meio da comparação de valores observados da variável-resposta com os valores preditos oriundos dos modelos com e sem a variável em questão. Caso ocorra que a variável-resposta guarde relação com os valores preditos de outras variáveis, ou seja, que as variáveis-resposta não sejam independentes, o modelo pode estar comprometido. Já, em relação ao teste de autocorrelação serial, Johnston (1977) afirma que existe autocorrelação (ou correlação serial) quando os termos de resíduos são correlacionados com os valores anteriores ou posteriores da mesma série. A má especificação do modelo de regressão, em função de resíduos na forma do modelo ou por exclusão de variáveis independentes importantes para a análise é uma das causas da autocorrelação. Isto ocorre principalmente em aplicações envolvendo séries temporais, sendo que o teste de autocorrelação visa identificar este problema.

Quanto ao teste de heterocedasticidade de Breusch Pagan, Fávero *et al.* (2009) afirma que este verifica se as variâncias dos resíduos de uma regressão dependem dos valores das variáveis independentes. Neste caso, é testada a hipótese de homocedasticidade, ou seja, se os resíduos são normalmente distribuídos. Por fim, quanto ao teste do Fator de Inflação da Variância (VIF), tal teste é utilizado para detectar a multicolinearidade. Onde houver mais de uma variável preditora, os relacionamentos entre os preditores podem afetar tanto a estimativa de regressão quanto o erro padrão da estimativa de regressão. Em seu uso original, a multicolinearidade se referia a uma relação linear perfeita entre as variáveis independentes, ou uma soma ponderada das variáveis independentes; atualmente se refere a grandes (múltiplas) correlações entre as variáveis predictoras, conhecidas como colinearidade. O efeito da colinearidade é aumentar o erro padrão dos coeficientes de regressão (e, portanto, aumentar os intervalos de confiança e diminuir os p-valores) (Miles, 2014).

4 RESULTADOS

Para melhor descrever os resultados alcançados, essa seção foi dividida em duas partes: (i) Estatística descritiva e correlação; e, (ii) Análise da influência da estrutura do controle estatal sobre a adesão aos níveis diferenciados de governança.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA E CORRELAÇÃO

Antes de realizar a análise das regressões, nessa subseção é apresentada a caracterização das empresas através da estatística descritiva, que é apresentada na tabela 1. Em relação à variável explicativa da estrutura de controle do governo (ECG), foram obtidas 1.390 observações (sendo este o maior número na amostra). O menor número de observações foi de 983 (patrimônio líquido, ROE e alavancagem). Assim, pode-se afirmar que o número de observações por painel de variáveis é não balanceado.

De acordo com a Tabela 1, onde são consideradas todas as empresas (mesmo aquelas que não possuem estrutura de controle estatal) o valor do ativo total foi, em média, de US\$ 3 bilhões; o do patrimônio líquido, US\$ 1,1 bilhões e a receita líquida, de US\$ 1,7 bilhões. Quanto às alavancagens, a “Alavancagem 1”, que considera a participação de capitais de terceiros, ou seja, quanto a empresa tomou de capitais de terceiros em relação ao capital próprio, indicou um valor médio de 2,61; este valor, multiplicado por 100, indica o percentual de capital de terceiros em relação ao patrimônio líquido, retratando a dependência da empresa em relação aos recursos externos (261%). Este percentual significa que para cada US\$ 100,00 de capital próprio, a

empresa utiliza US\$ 261 de recursos de terceiros. Quanto à “Alavancagem 2”, tal índice apresenta o endividamento total, ou seja, quanto de capital de terceiros (passivo oneroso de curto e longo prazos) é utilizado na aplicação de recursos (ativo total). O valor médio de 1,34 indica que, para cada US\$ 100,00 de ativo total, as empresas utilizam US\$ 134 de recursos de terceiros.

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

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

A Tabela 1 apresenta, ainda, o valor dos dados de acordo com o percentil 50 (mediana), a variância, os valores mínimos e máximos, o desvio padrão, a assimetria e a curtose. Deve-se considerar que a mediana (p. 50) e a média apresentam grande disparidade na maioria das variáveis, principalmente quando consideradas as contábeis e de tamanho, indicando a necessidade de aplicar logaritmo neperiano e winsorizar as variáveis.

Tabela 1 – Estatística descritiva

	Média	Mediana	Variância	Mínimo	Máximo	DP	Assimetria	Curtose
ECG	0,07	0,00	0,04	0,00	0,99	0,20	3,27	13,42
N. Cons.	6,55	6,00	7,84	0,00	19,00	2,80	0,51	3,44
Id. Exec.	51,38	50,50	77,48	0,00	86,00	8,80	-0,45	9,64
Pat. Líq*.	1,14	0,41	6,11x10 ⁶	-4,18	23,10	2,47	4,54	28,57
CAPEX*	0,20	0,03	2,87x10 ⁵	0,00	4,06	0,53	1,97	29,94
Rec. Líq*.	1,73	0,45	1,68x10 ⁷	0,00	45,40	4,10	5,58	43,75
Ativo*	3,06	0,98	3,51x10 ⁷	0,00	45,10	5,92	3,71	18,89
Liquidez	0,12	0,00	0,14	0,00	4,26	0,37	5,93	49,26
Divid*.	0,09	0,01	9,46x10 ⁴	0,13	4,54	0,31	8,35	89,48
ROA	0,03	0,02	5,88	-6,61	76,91	2,42	29,74	942,54
ROE	0,07	0,09	0,05	-0,57	0,49	0,22	-0,94	4,70
AL	2,61	1,36	1908,52	-749,17	992,25	43,68	7,21	365,47
AL2	1,34	0,61	46,26	0,00	131,34	6,80	14,44	241,28
Cons. Ind.	0,20	0,15	0,04	0,01	1,01	0,22	0,98	3,27

* Em Bilhões.

Fonte: Elaborado pelos autores

Também é constatado que as variáveis contábeis apresentam, no geral, alta variância (e, conseqüentemente, alto desvio padrão), indicando que existe grande dispersão nos dados. Ainda, há de se considerar que, de acordo com o coeficiente de assimetria de Pearson (que estabelece que uma amostra tem distribuição simétrica quando não ultrapassa os limites de -1 e +1), principalmente quando consideradas as variáveis contábeis, os valores são assimétricos.

Além disto, de acordo com os valores da curtose, apenas a dualidade possui distribuição platicúrtica ($<3,00$), enquanto as demais variáveis possuem distribuição leptocúrtica ($>3,00$).

Após a estatística descritiva, observou-se a correlação dos dados. De acordo com Morettin e Singer (2022) o objetivo da análise de correlação é, por meio de um único número, medir a associação (ou dependência) entre duas variáveis. Para maior facilidade de compreensão, esse coeficiente usualmente varia entre 0 e 1, ou entre -1 e $+1$, e a proximidade de zero indica falta de associação entre variáveis. Valores acima de 0.7 indicam uma correlação forte, havendo necessidade de excluir uma das variáveis.

A partir da análise dos dados da correlação, excluíram-se as variáveis de patrimônio líquido e ativo total por estarem correlacionadas com a receita. Além destas, excluiu-se o ROE e a Alavancagem², por estarem altamente correlacionadas com o ROA e Alavancagem, respectivamente. Devido ao fato de os segmentos especiais serem correlacionadas com variáveis de controle do modelo, foi aplicado o teste do Fator de Inflação da Variância (VIF). O resultado do VIF deverá ser, obrigatoriamente, menor que 5.00. A média dos coeficientes foi de 1,72 e nenhuma variável teve média maior que 5.00, atestando, assim, ausência de multicolinearidade.

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

Como explicado na metodologia, foi utilizada uma regressão *logit*, onde a variável dependente é binária, para verificar a influência da estrutura de controle governamental na adesão aos segmentos diferenciados da B3. Primeiramente, antes da análise dos resultados, foram rodados os testes requeridos para verificar os pressupostos do modelo OLS. O teste de normalidade multivariada de Doornik-Hansen apontou que a amostra não provém de uma distribuição normal: ao nível de significância de 1%, foi rejeitada à hipótese nula de normalidade (Doornik; Hansen, 2008). A distribuição anormal dos dados também foi corroborada pelo teste de Shapiro-Wilk, visto que todas as variáveis apresentaram valores de p-valor abaixo de 0,05 (Shapiro; Wilk, 1965).

Quanto ao teste de razão de verossimilhança, rejeita-se a hipótese nula de que a matriz de covariância é diagonal (p valor $<0,05$), ou seja, as variáveis-resposta não guardam uma relação de independência (Karpeshina *et al.*, 2012). Além deste, o teste de autocorrelação aponta que existe correlação entre as variáveis, uma vez que a hipótese nula é rejeitada (p-valor $<0,05$) (Wooldridge, 2010). Por fim, o teste de Breusch Pagan atesta que o modelo apresenta heteroscedasticidade, ou seja, a variância dos resíduos gerados pela estimação do modelo não é constante. Logo, a hipótese nula de variância constante (homocedasticidade) foi rejeitada (Breusch; Pagan, 1979). Visto que os pressupostos do modelo OLS não são atendidos, optou-se por utilizar uma regressão robusta, onde estes pressupostos são relaxados.

A partir dos testes, parte-se para o modelo OLS em si. Os resultados do modelo podem ser visualizados na Tabela 2, onde a estrutura de Controle Governamental (ECG) apresentou coeficiente positivo, indicando que a ECG tem um efeito positivo sobre as listagens diferenciais da B3. Pelos resultados encontrados, pondera-se que o aumento de 1 ponto percentual nesta variável, aumenta aproximadamente 0.15 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar listada nos segmentos especiais de governança corporativa da B3 (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado), ao nível de significância de 5%.

Ao fato de a ECG aumentar a probabilidade de as empresas estarem listadas nos segmentos especiais, atribui-se a questão de que as regras práticas do governo federal sobre governança corporativa têm sido implantadas de modo crescente nos últimos anos (Freitas,

2016). Inovações no sistema regulatório brasileiro permitiram que empresas vinculadas ao estado se comprometessem com práticas de governança ainda mais altas. Uma motivação chave para aderir a esses padrões é sinalizar uma melhoria na administração e, eventualmente, atrair financiamento externo e privado (da Cunha; Freitas; De Araújo, 2020). O modelo de governança de empresas estatais no Brasil vem sendo incrementado nos termos da Lei no 13.303/2016 e regulamentada pelo Decreto no 8.945/2016. Tais legislações apresentam uma racionalidade harmônica com os elementos constitutivos da abordagem clássica de Jensen e Meckling (1976) desenvolvidos para empresas privadas (Silva; Schmidt; Kliass, 2019).

Os traços que evidenciam o alinhamento entre a perspectiva teórica convencional e o modelo efetivo de política dizem respeito, essencialmente, aos procedimentos de responsabilização das partes envolvidas na gestão corporativa, procedimentos de gestão de risco e cumprimento das normas (*compliance*), produção e divulgação tempestiva e suficiente de informações necessárias ao controle das ações corporativas (*disclosure*), procedimentos de prestação de contas sobre escolhas realizadas de resultados alcançados (*accountability*) e um maior padrão de equidade entre acionistas controladores e minoritários. O modelo de governança também observa um grau acentuado de alinhamento com as diretrizes de política de governança corporativa estabelecidas pela OECD (2015) para empresas estatais (Silva; Schmidt; Kliass, 2019).

Tabela 2 –Regressão logit – ECG e segmentos diferenciados

Segmentos	Coefficiente		DP	Z	p-valor	Intervalo de confiança (95%)	
ECG	0,15	**	0,07	2,27	0,02	0,02	0,28
Dualidade	-1,40	***	0,34	-4,13	0,00	-2,06	-0,73
Idade Média	-0,15	*	0,08	-1,82	0,07	-0,31	0,01
Tamanho	0,10	***	0,01	7,95	0,00	0,08	0,13
CAPEX	-0,07		0,27	-0,27	0,79	-0,59	0,45
Liquidez	-0,03		0,10	-0,31	0,76	-0,24	0,17
Dividendos	-0,39	**	0,21	-1,83	0,07	-0,80	0,03
ROA	0,61		1,22	0,50	0,62	-1,78	3,00
Alavancagem	-0,16	***	0,06	-2,70	0,01	-0,28	-0,04
Cons. Ind.	0,46	***	0,08	5,95	0,00	0,31	0,62
Constante	-1,63		3,22	-0,51	0,61	-7,93	4,67
EF Set.	Sim		EF Temp.		Sim	R ²	0,41

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

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com relação à dualidade (quando o presidente do conselho de administração é o mesmo executivo que ocupa o cargo de CEO), o aumento de 1 ponto percentual nesta variável diminui aproximadamente 1,40 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar listada nos segmentos diferenciados de governança corporativa (ao nível de significância de 1%). De Oliveira e Moser (2015) argumentam que, para muitas firmas brasileiras, a ponderação de que agentes distintos ocupem as funções entre CEO e Presidente do conselho de administração é necessária para mitigar as fragilidades do ambiente legal e de normas de adesão voluntária, ao contrário do que seria esperado em países com maior proteção legal. Por ainda estar em desenvolvimento, o mercado de capitais brasileiro, a princípio, não possui os necessários mecanismos de controle e a imposição da estrutura de não dualidade pode ser uma necessidade para atestar aspectos de governança. Assim, parece evidente que quando uma empresa pertence aos segmentos especiais da B3, pode-se afirmar que a mesma tenderá fortemente para uma estrutura não dual e a separação dos cargos seria a melhor maneira de evitar abusos — havendo, assim, mais controle sobre o executivo principal (de Oliveira; Moser, 2015).

Quanto à idade média dos executivos, o aumento de 1 ponto percentual nesta variável diminui em 0,15 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar nos segmentos diferenciados (a um nível de significância de 10%). Esse resultado está em consonância com Jensen e Murphy (1990), os quais argumentam que, executivos mais velhos têm maior possibilidade de formar bases de poder, tornando-se entrincheirados. Esse fato facilita a obtenção de benefícios privados, que afetam negativamente a governança.

Por sua vez, a variável de tamanho (receita líquida), impacta positivamente na probabilidade de a empresa estar listada nos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3, onde o aumento de 1 ponto percentual nesta variável aumenta, aproximadamente, 0,10 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar listada em tais segmentos (a um nível de significância de 1%). O efeito positivo do tamanho foi corroborado e explicado por diversos autores que, de certa forma, convergem suas argumentações no sentido de que, empresas maiores têm benefícios do desenvolvimento do mercado de ações, o que faz com que sejam influenciadas a adotarem melhores práticas de governança (Miranda; Melo; Martins, 2016, Dremptic; Klein; Zwergel, 2020, Orazalin; Baydauletov, 2020). Vieira (2021) corrobora tais aspectos e reafirma que, quanto mais demandante de capital, maior será a propensão de que a administração dessas empresas opte por buscar recursos no mercado de capitais e, para tanto, maior deverá ser sua rentabilidade, até mesmo para fazer frente às exigências dos investidores e, dessa forma, por estarem mais expostas ao mercado e sofrerem maior pressão externa, maiores empresas apresentam melhores práticas de governança corporativa.

Por sua vez, os dividendos (distribuição de parte dos lucros das empresas para os acionistas) tiveram um impacto negativo na probabilidade de a empresa estar listada nos segmentos diferenciados. Considera-se que o aumento de 1 ponto percentual nessa variável, diminui 0,39 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar nos segmentos diferenciados, considerando um nível de significância de 5%. A relação negativa entre o pagamento de dividendos e os níveis de listagem foi destacada por autores como Bachman, Azevedo e Clemente (2012). Para eles, essa variável tem relação com os segmentos diferenciados das companhias de capital aberto listadas na B3 quando se considera o tempo de enquadramento nos níveis de governança: tais níveis tem relação inversa com regularidade de pagamento de dividendos, sugerindo possível prática de gerenciamento de resultados – *income smoothing* – em companhias não enquadradas ou com pouco tempo de enquadramento. Adicionalmente, constataram, também, que o tipo de nível de governança corporativa guarda relação apenas com a regularidade de pagamento de dividendos aos acionistas preferenciais.

Outra variável de natureza contábil significativa foi a alavancagem: além do impacto negativo (o aumento de 1 ponto percentual nesta variável diminui aproximados 0,16 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar nos segmentos diferenciados) tal variável apresentou nível de significância de 1%. A alavancagem mensura a captação de recursos de terceiros para financiamento de investimentos. Mendoza *et al.* (2021) argumentam que, quanto maior o grau de alavancagem, maior será a imposição aos gestores da chamada “disciplina da dívida”, que decorre tanto das restrições contratuais específicas, estabelecidas pelos credores, quanto do comprometimento da empresa com a distribuição regular de caixa, reduzindo o poder de decisão gerencial no uso dos recursos dos investidores. O poder de decisão (discricionariedade gerencial), por sua vez, vincula-se estreitamente com o potencial de expropriação dos investidores externos.

Por fim, a variável “conselheiros independentes” (impacto da proporção de conselheiros independentes em relação ao número total de conselheiros que compõem o conselho de

administração) teve um coeficiente positivo: pelos resultados, o aumento de 1 ponto percentual desta variável faz com que aumente aproximados 0,46 pontos percentuais a probabilidade de a empresa estar nos segmentos diferenciados de governança da B3 (ao nível de significância de 1%). Fernandes, Borna e Nakamura (2019) e Gerged (2020) corroboram esses resultados e argumentam que, em relação a composição do conselho de administração em empresas com diferenciais de governança,

o número de conselheiros independentes está positiva e estatisticamente relacionado com a evidência de práticas de governança corporativa, sejam elas, a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade ambiental corporativa.

Os autores argumentam ainda que uma diversidade de membros do conselho pode melhorar o acompanhamento da gestão da empresa, influenciando a política e estratégias de divulgação da empresa e, assim, favorecer a redução da assimetria de informações, problemas de agência, a probabilidade de fraude, melhorando a gestão dos resultados. A composição adequada do conselho pode, portanto, ajudar a legitimar as ações de uma empresa e melhorar sua reputação. Além disso, um conselho desempenha um papel importante em relação à adoção de novas estratégias de divulgação voluntária. Assim, possuir a maior participação possível de membros independentes no conselho, traz opiniões diversas para dentro da empresa, aumentando a governança (Alfraih, 2016, Neville; Byron; Ward, 2019). As variáveis CAPEX, liquidez e ROA não apresentaram significância estatística. Também foram usados, no modelo, os efeitos fixos setoriais e temporais, para capturar as peculiaridades de cada setor e do tempo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como apontado por diversos autores (Nguyen; Doan; Nguyen, 2020, Di Pietra; Melis, 2016, Fontes Filho; Alves 2018), a presença do estado como um ente regulador nas empresas impõe desafios sob o ponto de vista da governança corporativa: certas consequências são previstas, como os problemas de agência, os conflitos entre agentes públicos e privados, eleições com base em cunho político, entre outros. Baseado nos efeitos da propriedade estatal, este estudo teve como principal objetivo, verificar se a participação acionária ordinária do estado influencia as empresas brasileiras negociadas na B3 a adotarem boas práticas de governança corporativa. Para atingir ao objetivo, foram levantados dados sobre os segmentos especiais e sobre a estrutura de controle estatal das empresas de capital aberto brasileiras. Com uma amostra de 234 empresas que continha dados do período 2010 a 2016, a metodologia empregou regressão *logit* com OLS robusto, utilizando uma *dummy* para indicar a participação nos segmentos diferenciados da B3 e variáveis de controle. Testes de robustez, como normalidade e heterocedasticidade, foram aplicados. Essa abordagem permitiu uma análise mais precisa da relação entre propriedade estatal e governança corporativa

Não se pode refutar à hipótese H1 de que “o aumento na estrutura de controle pertencente ao governo gera uma probabilidade maior dessa empresa pertencer aos segmentos diferenciados da B3” e, dessa forma, corroborou-se que a estrutura de controle governamental aumenta a probabilidade de as empresas estarem listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3, sendo justificado em função de as empresas da amostra serem de maior porte, e, assim, atenderem aos requisitos necessários para a listagem. Além disto, destacou-se que as regras práticas do governo federal sobre governança corporativa têm sido implantadas de modo crescente nos últimos anos (Freitas, 2016) e que inovações no sistema regulatório brasileiro permitiram que empresas vinculadas ao estado se comprometessem com práticas de governança ainda mais altas como forma de emitir sinal de melhoria da administração e, eventualmente, atrair financiamento externo e privado (OECD, 2015).

Dessa forma, o estudo alcançou seu objetivo ao atingir uma conclusão. Demonstrou-se que a estrutura de controle governamental aumenta a probabilidade de empresas estarem listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3. Em geral, os resultados contribuem para a compreensão do papel de governança desempenhada pelos atores governamentais. Este assunto, pouco debatido no Brasil, poderá ganhar mais importância, como consequência de crises financeiras, e em virtude dos já mencionados escândalos envolvendo estatais. Em geral, este estudo contribui para a compreensão do papel desempenhado pelos atores governamentais na governança corporativa. Os resultados oferecem *insights* valiosos para investidores, estudiosos e o público em geral que buscam compreender a relação entre a participação estatal e as práticas de governança corporativa no contexto brasileiro. O estudo reconhece algumas limitações, incluindo o período relativamente curto de análise. Além disso, destaca-se que os níveis diferenciados de governança corporativa podem não ser os melhores indicadores, já que a participação nesses níveis não garante necessariamente boas práticas de governança. Sugerem-se pesquisas futuras que explorem indicadores mais abrangentes e refinados para avaliar a governança corporativa em empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

ABBASI, M.; KALANTARI, E.; ABBASI, H. The impact of corporate governance on chief executive officer (CEO) duality in iranian banking sector. **Journal of business and management review**, 2012.

ABRAMOV, A.; RADYGIN, A.; ENTOV, R.; CHERNOVA, M. State ownership and efficiency characteristics. **Russian Journal of Economics**, v. 3, n. 2, p. 129 – 157, 2017.

ADKINS, L. **Using Gretl for principles of Econometrics**. 3ª edição. 2010.

AGUILERA, R.; ARAGÓN-CORREA, J.; MARANO, V.; TASHMAN, P. The corporate governance of environmental sustainability: a review and proposal for more integrated research. **Journal of Management**, v. 47, 2021.

ALFRAIH, M. M. The effectiveness of board of directors' characteristics in mandatory disclosure compliance. **Journal of financial regulation and compliance**, v. 24, 2016.

ALI, C. B. Agency Theory and Fraud. Baker, H. K., Purda-Heeler, L. and Saadi, S. (Ed.) **Corporate Fraud Exposed**, Emerald Publishing Limited, Bingley, pp. 149-167, 2020.

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; GALVÃO, A. F. Measurement errors in investment equations. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 9, p. 3279-3328, 2010.

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

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

B3. **Regulação de emissores**: Revisão dos regulamentos dos segmentos especiais de listagem. Atuação normativa. 2023. Disponível em: <
https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm >.

- BEN-HASSOUN, A.; ALOUI, C.; BEN-NASR, H. Demand for audit quality in newly privatized firms in MENA region: Role of internal corporate governance mechanisms audit. **Research in International Business and Finance**, v. 45, p. 334–348, 2018.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.
- BORISOVA, G.; BROCKMAN, P.; SALAS, J. M.; ZAGORCHEV, A. Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. **Journal of Banking and Finance**, v. 36, n. 11, p. 2917-2934, 2012.
- BREUSCH, T. S.; PAGAN, A. R. **Simple Test for heteroskedasticity and random coefficient variation**. *Econometrica*, v. 47, n. 5, 1979.
- CLEMENTS, C. E.; NEILL, J. D.; WERTHEIM, P. The impact of company size and multiple directorships on corporate governance effectiveness. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 12, n. 4, 2015.
- COOPER, M. J.; GULEN, H.; SCHILL, M. J. Asset growth and stock returns. **Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1609-1651, 2008.
- CREMASCO, D. J. **Governança judicial no tribunal de justiça do estado de Rondônia**. 2016. 80f. (Dissertação de Mestrado) - Núcleo de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal de Rondônia, Porto Velho, RO, 2016.
- DA CUNHA, T. N.; FREITAS, D. D. S. B.; DE ARAÚJO, R. M. Governança corporativa e lucro estatal: uma análise a partir da lei das estatais. **Revista FSA** (Centro Universitário Santo Agostinho), v. 17, n. 10, p. 52-79, 2020.
- DĂNESCU, T.; SPĂȚĂCEAN, I.; POPA, M.; SIRBU, C. The impact of corporate governance mechanism over financial performance: Evidence from Romania. **Sustainability**, 2021.
- DE OLIVEIRA, F. N.; MOSER, E. Determinantes da estrutura de liderança do conselho das empresas brasileiras. Banco Central do Brasil, **Trabalhos para Discussão**, n. 397, 2015.
- DREMPETIC, S.; KLEIN, C.; ZWERGEL, B. The influence of firm size on the ESG score: corporate sustainability ratings under review. **Journal of Business Ethics**, v. 167 2020.
- DI PIETRA, R.; MELIS, A. Governance and corruption: is history repeating itself? Fostering a debate and inviting contributions from a multidisciplinary perspective. **Journal of management & governance**, v. 20, 2016.
- DOORNIK, J.A.; HANSEN, H. An Omnibus test for univariate and multivariate normality. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 70, 927-939, 2008.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The corporate cost of capital and the return on corporate investment. **Journal of Finance**, v. 54, n. 6, p. 1939-1967, 1999.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. F.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2009.
- FERNANDES, S. M.; BORNIA, A. C.; NAKAMURA, L. R. The influence of boards of directors on environmental disclosure. **Management Decision**, v. 57, n. 9, pp. 2358-2382, 2019.
- FRANCK, A. G. S.; SONZA, I. B. Propriedade estatal e governança. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 18, p. 55-71, 2021.

- FREITAS, R. C. **Índice de práticas de governança corporativa em empresas estatais federais: análise comparativa entre empresas estatais federais com empresas listadas no NDGC**. 72 p. Monografia (MBA em Auditoria), Universidade Federal do Paraná, 2016.
- FONTES FILHO, J. R.; ALVES, C. F. Control mechanisms in the corporate governance of state-owned enterprises (SOEs): a comparison between Brazil and Portugal. **Cadernos Ebape**, FGV, v. 16, n. 1, 2018.
- FU, Y. The value of corporate governance: Evidence from the Chinese anti-corruption campaign. **North American Journal of Economics and Finance**, v. 47, 2018.
- GERGED, A. M. Factors affecting corporate environmental disclosure in emerging markets: The role of corporate governance structures. **Business Strategy and the Environment**, v. 30, n. 1, 2020.
- GUIMARÃES, S. F.; DA SILVA, A. L. C. Eleições e sucessão de CEOs em empresas estatais brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 22, 2020.
- HERCIU, M.; SERBAN, R. A. Creating value – from corporate governance to total shareholders return. An overview. **Studies in Business and Economics**, v. 11, n. 2, p. 36-50, 2016.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança Corporativa em empresas estatais listadas no Brasil**. São Paulo: IBGC, 2017.
- IVASCU, L.; PAVEL, C.; SARFRAZ, M.; ARULANANDAM, B.; TAN, H. An exploratory study on corporate governance from neuro-governance lenses in the malaysian context. **Frontiers in Psychology**, v. 13, 2022
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. *The Journal of Political Economy*, v. 98, n. 2, 225-264, 1990.
- JOHNSTON, J. **Métodos econométricos**. São Paulo: Atlas, 1977.
- KARPESHINA, Y.; STOLZ, G.; WEIKARD, R.; ZENG, Y.; Advances in differential equations and mathematical physics. **American Mathematical Society**, 2002.
- KHAN, H. U. R; KHIDMAT, W. B.; MUHAMMAD, N.; SALEEM, K. Corporate governance quality, ownership structure, agency costs and firm performance. Evidence from an emerging economy. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 13, n. 154, 2020.
- KLEIN, A. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p. 375-400, 2002.
- KYFYAK, V., & SHEL'YUZHAK, I.G. (2021). Institutional problems of corporate governance in state-owned enterprises. **Problems of systemic approach in the economy**.
- LI, C.; POSKITT, D.; WINDMEIJER, F.; ZHAO, X. Binary outcomes, OLS, 2SLS and IV probit. **Econometric Reviews**, v. 41, 2022.
- LI, W.-X.; CHEN, C. C.-S.; FRENCH, J. J. The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: Evidence from Russia. **Emerging Markets Review**, v. 13, p. 465–477, 2012.

- LIMA, L. I. **Governança corporativa em empresas estatais listadas: as experiências de Nova Zelândia, Índia, Argentina e Arábia Saudita**. 2018. 156 p. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2018.
- LOCH, M.; SILVA, J. C.; BUENO, G.; MARCON, R. O governo como acionista e o conflito principal-principal no setor elétrico brasileiro. **Brazilian Business Review**, v. 17, n. 1, 2020.
- LOMBARDI, R.; TREQUATTRINI, R.; CUOZZO, B.; CANO-RUBIO, M. Corporate corruption prevention, sustainable governance and legislation: First exploratory evidence from the Italian scenario. **Journal of cleaner production**, v. 217, 2019.
- MENDOZA, J. A. M.; YELPO, S. M. S.; RAMOS, C. L. V.; FUENTEALBA, C. L. D. Monitoring and managerial discretion effects on agency costs: Evidence from an emerging economy. **BAR-Brazilian Administration Review**, v. 18, 2021.
- MILES, J. Tolerance and variance inflation factor. **Wiley statsref: statistics reference online**, 2014.
- MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, DESENVOLVIMENTO E GESTÃO. **O que são empresas estatais? 2020**. Disponível em: <
<http://www.planejamento.gov.br/servicos/faq/governanca-das-empresas-estatais/visao-geral-das-empresas-estatais/o-que-sao-empresas-estatais> >.
- MIRANDA, K. F.; MELO, J. R. do A.; MARTINS, O. S. Opção pelo Novo Mercado: Qual sua relação com risco e retorno? **Building Knowledge in accounting**, USP, 2016.
- MORETTIN, P. A.; SINGER, J. D. M. **Estatística e ciência de dados**. Brasil: LTC, 2022.
- NEVILLE, F.; BYRON, K.; WARD, A. Board independence and corporate misconduct: A cross-national metaanalysis. **Journal of Management**, v. 45, 2019.
- NGUYEN, A. H.; DOAN, D. T.; NGUYEN, L. H. Corporate governance and agency cost: empirical evidence from Vietnam. **Journal of risk and financial management**, v. 13, n. 103, 2020.
- NGUYEN, K. L.; CHU, D. D. Corporate governance: the long term impact of the Sarbanes-Oxley act on capital structure and investment of firms. **Emporium**, n. 2, 2019.
- NUNES, J. G.; TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V.; GALDI, F. C. Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&F Bovespa de sustentabilidade empresarial. **Base Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 7, n. 4, p. 328-340, 2010.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT - OECD. **OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises**. Paris: OECD Publishing, 2015.
- OLIVEIRA, M. M. **Econometria**. Alfragide, Portugal: McGraw-Hill, 1997.
- ORAZALIN, N.; BAYDAULETOV, M. Corporate social responsibility strategy and corporate environmental and social performance: The moderating role of board gender diversity. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 27, n. 4, 2020.
- RIBAS, F. S.; BLANCHET, L. A. Os impactos da lei 13.303, de 30 de junho de 2016 no desempenho das empresas estatais junto ao mercado financeiro e de capitais: uma análise sob a ótica da governança corporativa. **Scientia Iuris**, v. 24, n. 1, 2020.

ŠAHMAN, S. Reforms in the management system in state enterprises in Montenegro. **Uprava**, 2022

SECRETARIA DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS. Boletim das Empresas Estatais. **Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão**, v. 12, 2019.

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

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

SILVA, M. S.; SCHMIDT, F. D. H.; KLIASS, P. **Empresas estatais: políticas públicas, governança e desempenho**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, IPEA, 2019.

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

TEIXEIRA, M. D. S. **Governança corporativa de empresas estatais do Distrito Federal**. 2022. 121 f. (Dissertação de Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de Brasília, 2022.

THYNNE, I. State-Owned Enterprises: structures, functions, and legitimacy. **Oxford Research Encyclopedia of Politics**, 2021.

THORSTENSEN, V.; FARIA, A. P. A OCDE e a governança corporativa de empresas estatais. **Working paper series**, São Paulo School of Economics, FGV, n. 17, 2019.

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

VIEIRA, J. O. L. **Fatores determinantes para listagem das elétricas na B3 e de sua adesão aos níveis diferenciados de governança**. 2021. 68f. (Dissertação de Mestrado) - Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Economia, Universidade Católica de Brasília, 2021.

WANG, J.; XIA, W. Relationship between capital allocation efficiency and diversification strategy from the perspective of internal control. **Discrete Dynamics in Nature and Society**, 2022.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. Cambridge, MA: MIT Press, 2010.

WU, L.; JIN, S. Corporate Social Responsibility and sustainability: from a corporate governance perspective. **Sustainability**, 2022.