

## **A Relação Entre Estrutura do Conselho De Administração, Desempenho e Valor em Sociedades De Economia Mista**

**CAROLINA COLETTA**

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP)

**ROBERTO ARRUDA DE SOUZA LIMA**

ESCOLA SUPERIOR DE AGRICULTURA LUIZ DE QUEIROZ - ESALQ/USP

Agradecimento à órgão de fomento:

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

# **A Relação Entre Estrutura do Conselho De Administração, Desempenho e Valor em Sociedades De Economia Mista**

## **1. Introdução**

Os mecanismos de governança corporativa objetivam diminuir a ocorrência de decisões que maximizem a utilidade pessoal dos gestores, reduzindo os custos de agência (SILVEIRA, 2010). Destaca-se, desde a década de 1980, o conselho de administração como mecanismo mais importante, assumindo a responsabilidade máxima pelo desempenho das empresas, com foco na maximização de valor (SILVEIRA, 2010; KHONGMALAI; DISTANONT, 2017; OECD, 2015). No caso das empresas de controle estatal (ECEs), os conselhos devem desenvolver, implementar, monitorar e comunicar os controles internos, a ética e medidas consideradas para prevenir fraudes e corrupção. Em adição, o Estado deve permitir que os conselhos exerçam suas responsabilidades e respeitar sua independência (OECD, 2015).

Além da tradicional relação entre agente e principal, destaca-se a existência da relação principal-principal, no âmbito das empresas estatais. Na relação principal-principal, os conflitos advêm da relação entre as estatais e os governos, que podem extrair benefícios financeiros de tais empresas, expropriando a riqueza dos demais proprietários. Sendo assim, o conflito de principal-principal é ainda mais relevante quando o Estado é acionista majoritário, pois pode usar seu poder de voto para extrair benefícios a partir do controle exercido. A governança corporativa, nas sociedades de economia mista (SEM), pode reduzir conflitos de agência da relação principal-agente, mas não, necessariamente, reduz os problemas que advêm dos interesses conflitantes do Estado e dos investidores privados (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2018).

As estatais, notadamente, atuam em um contexto com possibilidade de forte interferência política, que pode levar à tomada de decisões com interesses políticos, em detrimento de decisões mais favorável ao negócio (SHLEIFER; VISHNY, 1994). Os governos podem apontar membros ao conselho de administração de acordo com seus interesses, de modo que haverá pouco incentivo para exercer o adequado monitoramento da administração a fim de minimizar conflitos de agência (MUSACCHIO; LAZZARINI; AGUILERA, 2015).

Além do papel fundamental de monitoramento, a liderança do conselho nas estatais é crítica para assegurar que os objetivos e estratégias sejam formulados tendo em vista o melhor desempenho (SIMPSON, 2014). Considerando que as decisões tomadas pelos conselheiros podem impactar na estabilidade da empresa, ressalta-se que a qualidade das contribuições e da atuação do conselho depende de como tal órgão é formado (MATTHEW; IBRAHIM; ARCHBOLD, 2016). Bhat et al. (2018) argumentam que conflitos de agência são minimizados através da atuação de conselheiros independentes, o que leva ao melhor desempenho das empresas.

Verifica-se uma lacuna na literatura no que tange à pouca atenção que tem sido dada à composição do conselho de administração nas estatais (MENOZZI; URTIAGA; VANNONI, 2012) e como se dá a relação entre decisões políticas e de negócios nos conselhos de administração de tais empresas (APRILIYANTI; RANDØY, 2019). Destaca-se, ainda, a pouca quantidade de estudos empíricos sobre a governança corporativa de ECEs em economias emergentes (THOMPSON; ALLEYNE; CHARLES-SOVERALL, 2019). Ademais, devido à importância e papel central que as estatais exercem nos países em desenvolvimento, torna-se imperativo compreender os fatores que direcionam o desempenho de tais empresas (MBO; ADJASI, 2017).

Diante do exposto, o estudo considera o seguinte problema de pesquisa: a adoção de boas práticas de governança corporativa, no conselho de administração, resulta em maior

desempenho e valor para as SEM, apesar dos conflitos decorrentes da relação principal-principal em tais empresas? Dessa forma, tem-se como objetivo geral desta pesquisa investigar a relação entre a estrutura do conselho de administração, desempenho e valor nas sociedades de economia mista brasileiras. Como objetivo específico, propõe-se apresentar a evolução na adoção de práticas recomendadas de governança corporativa para os conselhos de administração das SEM, no período de 2002 a 2017.

## 2. Fundamentação Teórica

A governança corporativa e seus mecanismos atuam como maneira de garantir aos investidores o retorno sobre seu capital, ao diminuir a ocorrência de decisões que maximizam a utilidade pessoal dos gestores, reduzindo os custos advindos dos conflitos de agência (SHLEIFER; VISHNY, 1997; SILVEIRA; 2010; JENSEN; MECKLING, 1976). Dentre tais mecanismos, destaca-se o conselho de administração como o mais importante (KHONGMALAI; DISTANONT, 2017). Ao considerar as empresas de controle estatal (ECEs) nota-se que, além de desempenhar o papel de mecanismo mais importante de governança corporativa, tal órgão também tem sua importância associada à atuação contra corrupção. Os conselhos de administração devem desenvolver, implementar, monitorar e comunicar os controles internos, a ética e medidas adotadas para prevenir eventos de fraudes e corrupção. Portanto, o Estado deve possibilitar a atuação responsável, respeitando a independência dos conselhos. (OECD, 2015).

Nas sociedades de economia mista (SEM), os conflitos da relação entre os governos e as estatais – caracterizando a relação principal-principal, em adição à tradicional relação agente-principal, da teoria da agência – podem impactar a administração, dadas as tentativas de extrair benefícios de tais empresas, comprometendo o retorno do capital de investidores privados (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2018). Neste contexto, conforme argumentam Apriliyanti e Randøy (2019) as empresas de controle estatal podem ser utilizadas como ferramentas políticas e os membros dos conselhos podem ser manipulados para apoiar políticas de interesses próprios, que não refletem os interesses da empresa. Tal argumento é corroborado por Thompson, Alleyne e Charles-Soverall (2019) ao afirmarem que os governos são capazes de dominar o comportamento dos conselhos ao apontar diretamente conselheiros em seu interesse. Dessa forma, segundo tais autores, os conselhos são usados como ferramentas políticas e se tornam manipuláveis, à medida que pouco provavelmente irão desafiar más decisões de entidades políticas, se forem apontados diretamente pelo governo.

A liderança do conselho é crítica, para assegurar que os objetivos e estratégias sejam formulados tendo em vista o melhor desempenho nas empresas de controle estatal (SIMPSON, 2014). Melhorar a efetividade do conselho é primordial para qualquer negócio que busque alto desempenho, independentemente de seu tamanho ou localização, de acordo com Shawtari et al. (2017). Tais autores investigaram a relação entre características do conselho de administração e o desempenho de ECEs da Malásia e verificaram que o tamanho do conselho é negativamente relacionado ao desempenho. Nesse sentido, grandes conselhos prejudicam o desempenho das empresas, à medida que a comunicação e coordenação são dificultadas. Os resultados também evidenciam uma relação negativa entre a sobreposição de cargos do CEO e presidente do conselho de administração e o desempenho das empresas.

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

autores também verificaram que as empresas estatais, se comparadas às empresas privadas, possuem um conselho maior, com maior frequência de reuniões e cujos membros possuem maior nível médio de escolaridade.

Uma análise comparativa entre práticas de governança corporativa de ECEs e empresas privadas paquistanesas foi realizada por Bhat et al. (2018). Os autores investigaram o efeito de determinadas práticas de governança relativas ao conselho de administração – independência, tamanho e quantidade de reuniões – sobre o valor das empresas, mensurado pelo  $q$  de Tobin. Para as empresas de controle estatal, os autores verificaram que todas as práticas analisadas possuem relação positiva com o  $q$  de Tobin, embora apenas a independência tenha apresentado relação significativa. Por outro lado, constatou-se que, para as empresas privadas, apenas a independência do conselho apresenta relação positiva, porém não significativa, com o  $q$  de Tobin. Os autores explicam o resultado obtido considerando que os conselheiros independentes reduzem os conflitos de agência e protegem interesses dos acionistas, o que leva ao melhor desempenho das empresas. Nesse sentido, considerando o contexto de manipulação política das ECEs, Apriliyanti e Randøy (2019) destacam a importância de haver membros independentes nos conselhos de administração, pois buscam decisões mais adequadas para os objetivos da empresa, considerando interesses do país e demais *stakeholders*.

Liu et al. (2015) também desenvolveram estudo sobre o conselho, e verificaram que seu nível de independência apresenta um efeito positivo no desempenho – mensurado pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre o ativo (ROA) – de empresas chinesas listadas, especialmente naquelas controladas pelo governo. Kao, Hodgkinson e Jaafar (2019) concluíram que a independência do conselho apresenta efeito positivo e significativo no desempenho, medido por indicadores contábeis, como retorno sobre o ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), bem como indicadores que consideram valor de mercado, como  $q$  de Tobin. Tal resultado corrobora a afirmação de Musacchio, Lazzarini e Aguilera (2015) em relação ao pouco incentivo que membros indicados, pelo governo, ao conselho terão para exercer o monitoramento e tomar decisões mais adequadas ao negócio.

O monitoramento também se torna menos efetivo quando exercido por membros declarados independentes, mas que escondem formas indiretas de conexões políticas, o que destrói valor para as empresas em que atuam (SHI; XU; ZHANG, 2018). Nesse contexto, Thompson, Alleyne e Charles-Soverall (2019) observaram que o recrutamento e seleção de membros do conselho de administração de ECEs em Barbados ocorreu por afiliação política, comprometendo a independência do conselho. Em tal situação, há a ausência de critérios objetivos para a indicação de conselheiros, determinando o mandato com base em mudanças políticas do governo. A consequência é a atuação de conselheiros inexperientes que impactam o desempenho ao gerar ineficiência para as ECEs (THOMPSON; ALLEYNE; CHARLES-SOVERALL, 2019).

No cenário brasileiro, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2017) verificou que apenas 10,7% dos conselheiros das sociedades de economia mista eram independentes, em 2016. Em estudo com empresas de controle estatal, na Itália, Alluni, Rossi e Hussainey (2016) verificaram que, em média, 60% dos conselheiros eram independentes. No Brasil, o Programa Destaque em Governança de Estatais exige a presença de 30% de membros independentes (B3, 2017), enquanto a Lei de Responsabilidade das Estatais - Lei 13.303/2016 determina um mínimo de 25% (BRASIL, 2016). Com relação à referida determinação, Fontes Filho e Alves (2018) ressaltam que tal percentual pode não representar uma quantidade adequada de conselheiros independentes para evitar influências negativas advindas do Estado e desvios na consecução de seus objetivos sociais.

Khongmalai e Distanont (2017) analisaram a relação entre práticas de governança corporativa e o desempenho em empresas de controle estatal da Tailândia. Os autores

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

Os comitês de assessoramento do conselho de administração também são importantes órgãos para a boa governança corporativa, no sentido em que capacitam os conselhos para uma melhor tomada de decisão (SILVEIRA, 2010). Em cerca de 33% das SEMs brasileiras listadas, há apenas um comitê de apoio ao conselho de administração, sendo que em 30% dessas empresas não existe nenhum comitê. O comitê de auditoria era o mais presente nas SEMs listadas na B3, em 2016, com 40% de frequência (IBGC, 2017). Segundo estudo de Fauver et al. (2017), com dados sobre reformas no conselho de 41 países, as reformas envolvendo independência do comitê de auditoria e do conselho de administração direcionam o aumento do valor das empresas, mensurado pelo  $q$  de Tobin.

Diante dos resultados dos estudos empíricos discutidos nesta seção, formulam-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H<sub>1</sub>: melhores práticas de governança corporativa, adotadas pelo conselho de administração, resultam em maior desempenho nas sociedades de economia mista.

H<sub>2</sub>: melhores práticas de governança corporativa, adotadas pelo conselho de administração, resultam em maior valor nas sociedades de economia mista.

Os procedimentos metodológicos utilizados para testar as referidas hipóteses, e responder à pergunta de pesquisa, são apresentados na seção seguinte.

### 3. Metodologia

O presente estudo é caracterizado por uma abordagem quantitativa de caráter descritivo, uma vez que examina e descreve o relacionamento entre variáveis (CRESWELL, 2014; GIL, 2002). A postura epistemológica dos procedimentos metodológicos é pautada pelo pós-positivismo, considerando que o problema estudado identifica e avalia causas que influenciam determinados resultados, reduzindo ideias a variáveis associadas a hipóteses a serem testadas (CRESWELL, 2014).

A população da pesquisa compreende as 30 sociedades de economia mista (SEM), listadas na B3, durante todo o ano de 2017. Foram excluídas as empresas registradas na categoria B da CVM e as que apresentaram valor negativo na conta de patrimônio líquido, pois inviabilizaria o cálculo das variáveis ROA e ROE. Obteve-se uma amostra não probabilística de 22 empresas, compondo dados em painel não balanceado, para o período de 2002 a 2017, totalizando 327 observações. Os modelos de dados em painel lidam com efeitos específicos dos indivíduos (ou grupos), efeitos do tempo, ou ambos, para lidar com a heterogeneidade não observada (PARK, 2011). A determinação do ano de 2002 baseia-se na ampliação da discussão sobre governança corporativa, com a primeira listagem no “Novo Mercado” e pela criação da Lei Sarbanes-Oxley, nos Estados Unidos.

Considerando que o objetivo proposto neste estudo é investigar a relação entre a estrutura do conselho de administração, desempenho e valor, faz-se necessário estabelecer as variáveis para mensurar tais aspectos. Para mensurar o desempenho, foram utilizados os indicadores de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre o ativo total (ROA), enquanto o  $q$  de Tobin foi utilizado como variável de valor das empresas. Em relação às variáveis de controle, foram selecionadas: grau de endividamento, tamanho da empresa, listagem nos

Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) e liquidez em bolsa. As definições teóricas e operacionais de cada variável, bem como os estudos precedentes que as utilizaram, são apresentadas na Tabela 1.

**Tabela 1.** Definição das variáveis dependentes e de controle

Variáveis Dependentes	Perspectiva teórica	Definição operacional	Estudos precedentes
ROA: Retorno sobre o ativo	Mede a eficácia da administração da empresa em relação à geração de lucros a partir dos ativos (GITMAN, 2004).	$\frac{\text{lucro líquido}}{\text{ativo total}}$	Paiva, Oliveira e Peixoto (2015), Liu et al. (2015), Lazzarini e Musacchio (2018)
ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido	Mede o retorno obtido no investimento de capital próprio (GITMAN, 2004).	$\frac{\text{lucro líquido}}{\text{patrimônio líquido}}$	Liu et al. (2015), Vilhena e Camargos (2015)
QT: <i>q</i> de Tobin	Soma entre valor de mercado das ações e o valor de mercado das dívidas, dividida pelo valor de reposição dos ativos (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004).	$\frac{VMAO + VMAP + DEBT}{Ativo Total} (i)$	Paiva, Oliveira e Peixoto (2015) Fauver et al. (2017), Bhat et al. (2018), Kao, Hodgkinson e Jaafar (2019).
<b>Variáveis de Controle</b>			
ENDIV Grau de endividamento	Exerce impacto no risco e retorno da empresa, afetando seu valor. Por outro lado, a presença de financiamento permite a vantagem do benefício fiscal (GITMAN, 2004).	$\frac{\text{exigível total}}{\text{ativo total}}$	Paiva, Oliveira e Peixoto (2015), Shawtari et al. (2017), Lazzarini e Musacchio (2018)
TAM: Tamanho da empresa.	Trata-se de uma das métricas mais utilizadas em estudos da área financeira. Empresas de maior tamanho tendem a ter melhor governança corporativa e maior desempenho (DANG; LI; YANG, 2018; VILHENA; CAMARGOS, 2015)	Logaritmo neperiano do valor contábil do ativo total.	Paiva, Oliveira e Peixoto (2015), Liu et al. (2015), Shawtari et al. (2017), Lazzarini e Musacchio (2018)
N2NM Listagem no Nível 2 ou Novo Mercado	O objetivo da criação de tais níveis era diminuir a assimetria de informações e riscos no mercado, fomentando maior arrecadação de recursos (MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012).	Variável binária. Assume valor igual a 1, caso a empresa esteja listada no Nível 2 ou Novo Mercado; e igual a 0, caso contrário.	Paiva, Oliveira e Peixoto (2015)
LIQ: Liquidez em bolsa	O percentual de ações em circulação aumenta quando há maior liquidez dos papéis, acarretando maior valor de mercado dos ativos e do <i>q</i> de Tobin (LAMEIRA; NESS JUNIOR; SOARES, 2007)	Liquidez anual em bolsa, calculado pela Econômicidade: $100 * \left(\frac{p}{P}\right) * \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) * \left(\frac{v}{V}\right)}$	Silveira (2004), Lameira, Ness Júnior e Soares (2007)

Fonte: elaborado pelos autores

Para mensurar as práticas adotadas no conselho de administração das SEM, de modo a constituir a variável independente, foi construído um índice de estrutura do conselho de administração (IECA), de modo semelhante a Paiva, Oliveira e Peixoto (2015). Utilizou-se como base teórica o índice de governança corporativa proposto por Silveira (2004), em adição a Silva e Leal (2005), Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017), IBGC (2015; 2017); B3 (2017) e Secretaria De Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST, 2018). Dessa forma, constituiu-se o Índice de Estrutura do Conselho de Administração (IECA), apresentado na Tabela 2.

**Tabela 2.** Índice de Estrutura do Conselho de Administração

Item	Questão	Base Teórica
1	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho de Administração são ocupados por pessoas diferentes?	Silveira (2004), Silva e Leal (2005), IBGC (2015), Paiva, Oliveira e Peixoto (2015).
2	A empresa possui um Conselho de Administração com 5 a 11 membros?	Silveira (2004), Silva e Leal (2005), Paiva, Oliveira e Peixoto (2015), IBGC (2015)
3	Mais do que 80% do Conselho de Administração é composto por conselheiros externos?	Silveira (2004)
4	O estatuto social prevê formalmente a participação de membros independentes no conselho de administração?	IBGC (2017); (B3, 2017); SEST (2018)
5	O estatuto social estabelece reserva explícita de vagas no conselho para ocupantes de cargos específicos da administração pública direta do ente federativo do controlador?	IBGC (2017); (B3, 2017); SEST (2018)
6	O Conselho de Administração possui mandato unificado de até 2 anos?	Silveira (2004), Silva e Leal (2005), Paiva, Oliveira e Peixoto (2015), IBGC (2015)
7	A empresa apresenta mecanismos de avaliação de desempenho do conselho de administração?	Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017); IBGC (2015)

Fonte: elaborado pelos autores, a partir da base teórica

Tal índice é composto por questões binárias e objetivas, cujas respostas são obtidas a partir de dados secundários, de acesso público. Para cada resposta positiva, atribui-se 1 ponto ao índice, de forma que o índice varia de 0 a 7 pontos para cada empresa. No caso da questão 5, não será atribuído um ponto para as empresas cujo estatuto social faça esse tipo de reserva de vagas, uma vez que representa interferência política, a qual pode prejudicar a independência do conselho, comprometendo a qualidade da governança corporativa (IBGC, 2017). Caso a resposta à questão 5 seja positiva, será atribuído pontuação zero.

As informações sobre o conselho de administração foram coletadas a partir dos estatutos sociais e Formulários de Referência (FR), para o período de 2009 a 2017, e Informativos Anuais (IAN), para o período de 2002 a 2008. Para compor as demais variáveis – com exceção da variável N2NM, coletada no *website* da B3 – os dados foram coletados na base de dados Economatica. Os itens padronizados do FR e IAN, consultados para responder a cada questão do índice, são apresentados na Tabela 3.

**Tabela 3.** Fonte de coleta dos dados do Índice de Estrutura do Conselho de Administração

Questões		Fonte dos Dados	
Estrutura do Conselho de Administração		Formulário de Referência 2017-2009	Informações Anuais (IAN) 2008-2002
1	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho de Administração são ocupados por pessoas diferentes?	Item 12.5/6 - FR	Grupo 02 - IAN
2	A empresa possui um Conselho de Administração com 5 a 11 membros?	Item 12.5/6 - FR	Grupo 02 - IAN
3	Mais do que 80% do Conselho de Administração é composto por conselheiros externos?	Item 12.5/6 - FR	Grupo 02 - IAN
4	O estatuto social prevê formalmente a participação de membros independentes no conselho de administração?	Estatuto Social enviado à CVM	Grupo 18 - IAN
5	O estatuto social estabelece reserva explícita de vagas no conselho para ocupantes de cargos específicos da administração pública direta do ente federativo do controlador?	Estatuto Social enviado à CVM	Grupo 18 - IAN
6	O Conselho de Administração possui mandato unificado de até 2 anos?	Item 12.5/6 - FR	Grupo 02 - IAN
7	A empresa apresenta mecanismos de avaliação de desempenho do conselho de administração?	Item 12.1 - FR Sistemas de Acesso à Informação	Item 12.1 - FR Grupo 20 - IAN

Fonte: elaborado pelos autores

A partir das variáveis descritas, formula-se o seguinte modelo econométrico a ser testado:

$$DV_{it} = \alpha + \beta_1 IECA_{it} + \beta_2 ENDIV_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 NDGC_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + n_i + \varepsilon_{it}$$

Onde DV refere-se às variáveis dependentes de desempenho (ROA e ROE) e valor da empresa ( $q$  de Tobin); IECA é a variável do índice de estrutura do conselho de administração; ENDIV, TAM, NDGC e LIQ são as variáveis de controle;  $\alpha$  indica o intercepto; o subscrito  $i$  representa a empresa, e  $t$  o ano;  $n$  representa a heterogeneidade não observada e  $\varepsilon$  representa o termo de erro.

O tratamento estatístico consiste de duas etapas: análise descritiva dos dados e análises de regressões múltiplas, realizadas através do *software* Stata® 14.0. Antes de realizar os testes, os dados foram tratados, por meio da ferramenta *winsor*, para eliminar os *outliers*. Para determinar o método de estimação mais adequado para os parâmetros de cada modelo, foram realizados os testes de Chow e de Breusch-Pagan. As hipóteses nulas de tais testes indicam a adequação do método *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS) em relação ao procedimento de efeitos fixos e efeitos aleatórios, respectivamente, sendo ambas rejeitadas. Em seguida, foi realizado o teste de Hausman, que apontou para a adequação do método de Efeitos Aleatórios – para o modelo com  $q$  de Tobin e ROA como variáveis dependentes – e Efeitos fixos para o modelo cuja variável dependente era o ROE.

#### 4. Análise dos Resultados

Inicialmente, apresentam-se as estatísticas descritivas da variável independente, Índice de Estrutura do Conselho de Administração (IECA), para o período de 2002 a 2017, na Tabela 4.

**Tabela 4.** Estatísticas descritivas do Índice de Estrutura do Conselho de Administração, de 2002 a 2017.

Ano	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	2º Quartil	3º Quartil
2002	20	3,75	0,9104	2	5	4	4
2003	20	3,90	0,9680	2	6	4	4,5
2004	20	3,95	0,8870	3	6	4	4,5
2005	20	4,10	0,9680	3	6	4	5
2006	21	4,43	0,9258	3	6	4	5
2007	21	4,67	0,9660	3	6	5	5
2008	21	4,62	0,9206	3	6	5	5
2009	21	4,71	0,9562	3	7	5	5
2010	21	4,76	0,8891	3	7	5	5
2011	21	5,04	0,9207	3	7	5	6
2012	21	5,10	0,9437	3	7	5	6
2013	22	5,23	0,9223	4	7	5	6
2014	22	5,23	0,9223	4	7	5	6
2015	22	5,23	0,9726	3	7	5	6
2016	22	5,41	0,9081	4	7	5	6
2017	22	5,86	0,8888	4	7	6	7
Total	337	4,80	1,0740	2	7	5	5

Nota. O número de observações total (337) difere do número de observações das análises de regressão devido à ausência de dados da variável  $q$  de Tobin, para determinadas empresas, em diferentes anos, configurando um painel não balanceado. O número de observações anuais indica o número de empresas, o qual apresenta variações devido às ofertas iniciais de ações (IPO) em 2006 e 2013.

Fonte: elaborado pelos autores

Os dados da Tabela 4 indicam que a média no IECA, considerando todas as observações da amostra, foi de 4,80, sendo 7 a pontuação máxima no índice. Considerando as médias anuais, verifica-se uma evolução na adoção das melhores práticas de governança corporativa relativas ao conselho de administração, nas sociedades de economia mista, entre os anos de 2002 e 2017. A média do IECA passou de 3,75, em 2002, para 5,86, em 2017, o que representa um aumento de 56,27%. Em 2002, 50% das estatais obtiveram pontuação inferior a 4, enquanto em 2017 tal pontuação foi elevada para 6, em um total de 7 pontos considerados no índice.

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

Também é possível analisar a média anual da pontuação obtida no IECA, em cada um dos setores econômicos identificados nas SEM consideradas, as quais são apresentadas na Tabela 5.

**Tabela 5.** Pontuação média anual no IECA por setores econômicos

Ano	Setor Econômico			
	Financeiro (8) <sup>1</sup>	Energia (8)	Água e Saneamento (5)	Consumo Cíclico (1)
2002	3,71	3,75	3,75	4,00
2003	3,71	3,88	4,00	5,00
2004	3,86	3,88	4,00	5,00
2005	3,86	4,13	4,25	5,00
2006	4,43	4,38	4,40	5,00
2007	4,57	4,75	4,60	5,00
2008	4,57	4,75	4,40	5,00
2009	4,71	4,75	4,60	5,00
2010	4,71	4,75	4,80	5,00
2011	5,00	5,13	5,00	5,00
2012	5,00	5,25	5,00	5,00
2013	5,38	5,25	5,00	5,00
2014	5,38	5,13	5,20	5,00
2015	5,38	5,00	5,40	5,00
2016	5,38	5,50	5,40	5,00
2017	6,13	5,88	5,60	5,00
Média Total	4,74	4,76	4,71	4,93

Nota: os números em parênteses referem-se à quantidade de estatais listadas nos respectivos setores econômicos.  
Fonte: elaborado pelos autores.

Observa-se que o setor financeiro apresentou maior média no IECA, para o ano de 2017, sendo o único período, considerando todos os setores, em que se obteve média superior a 6. Os dados indicam a evolução na adoção das práticas de governança, relativas ao conselho de administração, para todos os setores, com exceção do setor de consumo cíclico, com apenas uma empresa, que não apresentou evolução em suas práticas desde 2003.

Para identificar a evolução da adoção de práticas de governança relativas à estrutura dos conselhos de administração das SEM, entre 2002 a 2017, foi calculada a porcentagem de empresas que obtiveram pontuação em cada item do IECA, a qual se apresenta na Tabela 6.

**Tabela 6.** Percentual de respostas positivas em cada item do Índice de Estrutura do Conselho de Administração (2002-2017)

Questão	Estrutura do Conselho de Administração															
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	65%	80%	85%	90%	86%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	86%	86%	86%	91%	91%
2	80%	80%	75%	75%	81%	81%	76%	76%	81%	90%	90%	91%	86%	86%	86%	91%
3	90%	90%	90%	90%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	91%	91%	95%	95%
4	5%	0%	5%	15%	33%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	45%	50%	50%	55%	68%
5	75%	75%	75%	75%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	77%	77%	77%	77%	95%
6	55%	60%	60%	60%	71%	76%	76%	81%	81%	86%	86%	86%	91%	91%	91%	100%
7	5%	5%	5%	5%	5%	10%	10%	14%	14%	29%	33%	36%	36%	36%	41%	41%

Fonte: elaborado pelos autores

Considerando uma análise horizontal da frequência de respostas positivas, verifica-se que todas as práticas consideradas pelo IECA apresentaram aumento de adoção pelas estatais, com exceção do item 2 - conselho de administração com 5 a 11 membros – que apresentou pequenas oscilações entre 2002 e 2017. Destaca-se que as questões 4, 6 e 7 apresentaram expressivo aumento em sua adoção nas estatais, ao longo dos anos.

A questão 4 – relativa à previsão, no estatuto social, de participação de membros independentes no conselho – era adotada por 5% das estatais, em 2002, passando para 68%, em 2017. A questão da independência dos conselheiros é fundamental nas discussões de

governança corporativa das estatais, conforme aponta a literatura, no entanto, é preciso atentar-se para a possibilidade de que membros declarados como independentes possuam conexões políticas indiretas, conforme discutido por Shi, Xu e Zhang (2018). Em tal situação, os autores declaram que tais membros estão menos suscetíveis a incentivos para monitorar a gestão, o que afetaria o valor das empresas sujeitas a tal interferência política. Note-se que, embora a independência dos conselheiros seja fundamental para a governança corporativa de estatais, ainda verifica-se um percentual baixo de adoção formal desta prática no conselho, em 2017. No entanto, a Lei 13.303/2016 determinou um percentual mínimo de 25% de membros independentes nos conselhos das estatais, para cumprimento até 2018.

A questão 6 – que considera mandato unificado de até 2 anos para os conselheiros – corresponde à prática adotada por 55% das estatais, em 2002, o que passou para a totalidade das empresas analisadas, em 2017. Deste modo, observa-se que tal prática é a única do IECA com 100% de adoção pelas estatais no cenário recente.

A questão 7 – relativa à presença de mecanismos de avaliação de desempenho para o conselho – configura-se como a prática menos presente nas estatais listadas, em 2017. Sua adoção era feita por 5% das empresas, em 2002, passando para 41%, em 2017. Novamente, ressalta-se a importância da Lei 13.303/2016 em promover a exigência de tal prática para as estatais, diante da pouca atenção dada pelas empresas a tal prática de governança corporativa.

No que tange às variáveis dependentes e de controle, suas estatísticas descritivas são apresentadas na Tabela 7.

**Tabela 7.** Estatísticas descritivas das variáveis dependentes e de controle (2002-2017)

	Ano	Obs.	$q$ de Tobin	ROA	ROE	ENDIV	TAM	LIQ
<b>Média</b>	2002	19	0,570	-0,305	-0,339	66,390	22,473	0,309
	2003	19	0,529	0,420	4,899	67,633	22,544	0,280
	2004	19	0,535	2,292	8,508	67,320	22,602	0,274
	2005	18	0,563	3,330	12,827	63,400	22,688	0,253
	2006	19	0,644	3,528	14,976	55,879	22,751	0,299
	2007	20	1,041	4,542	13,297	53,833	22,600	0,261
	2008	20	1,033	6,035	15,727	52,415	22,729	0,302
	2009	21	0,822	4,618	14,770	54,791	22,809	0,264
	2010	21	0,817	5,689	15,658	53,478	22,925	0,271
	2011	21	0,770	4,095	12,616	53,553	23,023	0,271
	2012	21	0,875	3,036	9,592	54,810	23,111	0,263
	2013	22	0,997	2,721	9,569	54,743	23,119	0,304
	2014	21	0,953	3,668	7,372	55,816	23,235	0,407
	2015	22	1,053	3,225	7,622	56,961	23,224	0,362
	2016	22	1,070	3,904	9,276	55,230	23,267	0,384
	2017	22	1,069	4,496	9,604	56,125	23,320	0,330
<b>Amostra Total</b>	Média		0,842	3,496	10,391	57,438	22,916	0,303
	Desvio-Padrão		0,922	7,442	17,635	28,954	1,9040	0,666
	Mínimo	327	0,121	-16,555	-62,126	1,236	19,089	0
	Máximo		6,279	33,133	51,952	95,485	27,929	2,724
	3° Quartil		0,842	5,349	20,337	89,131	23,701	0,144

*Nota.* As variáveis dependentes utilizadas foram  $q$  de Tobin, retorno sobre o ativo total (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Como variáveis de controle foram utilizadas: endividamento, em porcentagem (ENDIV), logaritmo natural do tamanho da empresa (TAM) e índice de liquidez das ações (LIQ), calculado pelo Economática.

Fonte: elaborado pelos autores

Em relação à variável de valor,  $q$  de Tobin, verifica-se um valor de  $q > 1$  apenas nos anos de 2007, 2008 e 2015 a 2017, de modo que, em um período de 16 anos, houve geração de valor somente em 5 anos. Ao apresentar  $q$  de Tobin maior que 1, as sociedades de economia mista indicam, em média, geração de valor aos acionistas, uma vez que possuem valor de mercado superior ao custo de reposição de seus ativos. No entanto, a média para toda a amostra das estatais analisadas indica um  $q$  de Tobin inferior a 1, o que representa destruição de valor, ao não superar o custo de oportunidade do capital investido (ASSAF NETO, 2010).

Considerando as variáveis de desempenho, ROA e ROE, as médias anuais indicam melhora no desempenho das SEM, entre os anos de 2002 e 2017. No entanto, houve algumas oscilações nos indicadores, especialmente durante os anos de 2009 a 2015. Tais oscilações no ROE e ROA podem ser explicadas pela crise econômica mundial, que provocou um colapso no resultado das empresas, conforme apontam Maranhão, Fonseca e Frega (2016) em resultado semelhante obtido para tais indicadores.

No que tange à variável binária de adesão aos segmentos especiais de listagem do Nível 2, ou Novo Mercado, verifica-se que, das 22 SEM analisadas, 6 eram listadas em tais segmentos da B3, ao final de 2017.

Na Tabela 8, são apresentados os resultados das regressões múltiplas – cujos parâmetros foram estimados pelos procedimentos de Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios – para investigar a relação entre a estrutura do conselho de administração e o desempenho e valor das sociedades de economia mista brasileiras.

**Tabela 8.** Resultados da regressão para a relação entre estrutura do conselho de administração, desempenho e valor.

Variáveis	$q$ de Tobin	ROA	ROE
Estimação	Efeitos Aleatórios Coef. / $p$ -value	Efeitos Aleatórios Coef. / $p$ -value	Efeitos Fixos Coef. / $p$ -value
IECA	0,0926 / 0,009*	1,0620 / 0,001*	2,3836 / 0,025**
ENDIV	0,0009 / 0,728	-0,1635 / 0,000*	-0,2670 / 0,076***
TAM	-0,1082 / 0,110	-0,7866 / 0,362	-4,2661 / 0,243
LIQ	0,5407 / 0,004**	1,3304 / 0,269	0,7773 / 0,733
N2NM	0,2778 / 0,075***	-0,5723 / 0,549	-1,6080 / 0,567
$R^2$ (overall)	0,1961	0,1788	0,0452
$R^2$ (within)	0,1098	0,1928	0,0940
$R^2$ (between)	0,3785	0,2824	0,1048
Obs.	327	327	327

Nota: indica significância estatística no nível: \*(1%), \*\*(5%), \*\*\*(10%). Foi utilizada a opção *robust* do Stata. As variáveis dependentes utilizadas foram  $q$  de Tobin, retorno sobre o ativo total (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Como variáveis de controle foram utilizadas: endividamento, em porcentagem (ENDIV), logaritmo natural do tamanho da empresa (TAM) e índice de liquidez das ações (LIQ), calculado pelo Economatica.

Fonte: elaborado pelos autores

Para a variável dependente  $q$  de Tobin, *proxy* de valor, os dados da Tabela 8 indicam uma relação positiva, significativa a 1%, entre o índice de estrutura do conselho de administração (IECA) e o  $q$  de Tobin, o que não permite rejeitar  $H_1$ . O incremento de um ponto no IECA – representado pela adoção adicional de uma prática de governança corporativa relativa ao conselho – está associado ao aumento em 0,0926 no indicador  $q$  de Tobin das SEM. Tal resultado está em conformidade com o esperado, com base na literatura, corroborando estudos de Fauver et al. (2017), Bhat et al. (2018) – com uma amostra de empresas estatais – e Kao, Hodgkinson e Jaafar (2019).

Em relação às variáveis de controle – para o modelo com  $q$  de Tobin como variável dependente – apresentaram relação positiva e significativa as variáveis de liquidez das ações (LIQ) no nível de 5% de significância, e a variável de adesão ao Nível 2 (N2) ou Novo Mercado (NM), da B3, no nível de 10%. Os resultados corroboram a afirmação de Lameira, Ness Junior e Soares (2007) sobre a maior circulação de ações e aumento no valor de mercado dos ativos, decorrente da maior liquidez das ações. No caso da adesão ao N2 ou NM, Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) explicam que seu objetivo era diminuir a assimetria de informações e riscos no mercado, fomentando maior arrecadação de recursos, o que explica a relação positiva com a *proxy* de valor das empresas.

Considerando a variável de desempenho do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), verifica-se que existe uma relação positiva e significativa, no nível de 1%, com o índice de estrutura do conselho de administração (IECA), o que não permite rejeitar  $H_2$ . Sendo assim, o incremento de um ponto no IECA resulta em um aumento de 1,0620 no indicador ROE das SEM. Tal resultado está em concordância com estudos envolvendo aspectos do conselho de administração, na ótica das melhores práticas de governança, como Liu et al. (2015) – no contexto específico de estatais – e Kao, Hodgkinson e Jaafar (2019).

Em relação à variável de retorno sobre o ativo total (ROA), há uma relação positiva e significativa, no nível de 5%, com a variável de estrutura do conselho de administração, o que não permite rejeitar  $H_2$ . O ROA aumenta em 2,3836 com o incremento de um ponto adicional no IECA. Tal resultado está em concordância com Paiva, Oliveira e Peixoto (2015) – que também verificaram relação positiva e significativa com a variável do Índice de Conselho de Administração e ROA – além de Liu et al. (2015) e Kao, Hodgkinson e Jaafar (2019).

No que tange às variáveis de controle, para os modelos com ROE e ROA como variáveis dependentes, apenas a variável relativa ao nível de endividamento (ENDIV) apresentou significância estatística, na relação negativa com o desempenho. Sendo assim, os resultados indicam que um maior endividamento das SEM está associado a um menor desempenho, corroborando o resultado obtido por Paiva, Oliveira e Peixoto (2015). A relação negativa encontrada pode ser explicada à luz dos argumentos de Fama e French (1998) sobre aumento nos conflitos de agência decorrentes de maior alavancagem das empresas, o que resultaria em uma relação negativa com a lucratividade e, dessa forma, com o desempenho.

## 5. Considerações Finais

O objetivo do presente trabalho foi investigar a relação entre a estrutura do conselho de administração, desempenho e valor das sociedades de economia mista. No âmbito das empresas de controle estatal, a necessidade de aprimorar a estrutura do conselho de administração, em concordância com as melhores práticas de governança corporativa, torna-se ainda mais relevante para minimizar interferências políticas. No caso das sociedades de economia mista, onde há a presença de outros investidores, além do Estado, o monitoramento efetivo dos gestores é essencial para garantir o retorno do capital investido e legitimar a empresa no mercado acionário, garantindo acesso aos recursos e consecução dos objetivos organizacionais.

Espera-se que, com a adoção de melhores práticas de governança, o conselho de administração apresente estrutura que garanta seu papel de monitoramento, minimizando conflitos de agência. Nesse sentido, o presente estudo verificou que há uma relação positiva e significativa entre a estrutura do conselho de administração, desempenho e valor das sociedades de economia mista brasileiras. Ao adotar práticas recomendadas de governança corporativa no conselho de administração, as sociedades de economia mista apresentam maior desempenho financeiro e valor, pois conflitos de agência são minimizados, a partir da atuação eficiente do conselho. A atuação de membros independentes e ausência de reserva de vagas

para membros da administração pública, aliadas às demais práticas, buscam minimizar a interferência política que cerca as estatais. Sendo assim, promover práticas que garantam a tomada de decisões mais adequadas é de grande importância para garantir a continuidade sustentável dos negócios nas sociedades de economia mista.

Além da relação entre estrutura do conselho, desempenho e valor, verificou-se que houve uma evolução na adoção das práticas de governança nos conselhos das SEM, no período de 2002 a 2017. Entretanto, embora o panorama recente indique que as práticas contidas no IECA possuam bastante aderência por parte das estatais, ainda há espaço para melhorias. Em 2017, as práticas com menor aderência eram relativas à previsão de membros independentes no estatuto social e existência de mecanismos de avaliação de desempenho do conselho. Tais questões foram consideradas, recentemente, pela Lei 13.303/2016, para implementação obrigatória até 2018. Observa-se que grande parte das empresas, ainda em 2017, não havia entrado em conformidade com as novas exigências, mesmo havendo evidências empíricas de que o aprimoramento das práticas do conselho de administração está relacionado a um maior desempenho e valor das empresas. Nesse sentido, ressalta-se a importância de haver um estímulo, por parte do ambiente institucional, para que tais práticas sejam adotadas pelas estatais no Brasil,

Diante dos resultados obtidos, o presente estudo contribui, em termos organizacionais, para evidenciar a importância de se promover melhores práticas de governança corporativa no conselho de administração, não apenas como fator legitimador, mas como ação para promover maior desempenho e valor. Tal ação é necessária, uma vez que as sociedades de economia mista exercem grande impacto na sociedade e devem conciliar seus objetivos sociais com os interesses dos acionistas. Em termos acadêmicos, o trabalho contribui para expandir a literatura limitada sobre a governança corporativa em empresas de controle estatal, sob seus diferentes aspectos. Nesse sentido, sugere-se, aos estudos futuros, investigar quais práticas consideradas no IECA são mais relevantes para explicar variações de desempenho nas empresas de controle estatal no Brasil, considerando diferentes efeitos do ambiente institucional.

## **Nota**

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

## **Referências Bibliográficas**

ALLINI, A.; ROSSI, F. M.; HUSSAINEY, K. The board's role in risk disclosure: an exploratory study of Italian listed state-owned enterprises. **Public Money & Management**, v. 36, n. 2, p. 113-120, 2016.

APRILIYANTI, I. D.; RANDØY, T. Between politics and business: Boardroom decision making in state-owned Indonesian enterprises. **Corporate Governance: An International Review**, v. 27, n. 3, 166-185, 2019.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5a. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

B3. **Regimento do Programa Destaque em Governança de Estatais**. 2017. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/governanca-de-estatais/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/governanca-de-estatais/)>. Acesso em: 14 dez. 2017.

- BHAT, K. U. et al. Corporate governance and firm value: a comparative analysis of state and non-state owned companies in the context of Pakistan. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 18, n. 6, p. 1196-1206, 2018
- BRASIL. Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 01 jul. 2016. Seção 1. Disponível em: <<http://www.camara.leg.br/>>. Acesso em: 27 out. 2017.
- \_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Ofício Circular CVM/SEP nº 4 de 2006**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sep/anexos/oc-sep-0406.pdf>>. Acesso em: 14 nov. 2018.
- FAMA, E.; FRENCH, K. R. Taxes, financing decisions, and firm value. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 3, p. 819-843, 1998
- FAUVER, L. et al. Board reforms and firm value: Worldwide evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 125, n. 1, p. 120-142, 2017.
- IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5a. ed. São Paulo: IBGC, 2015.
- \_\_\_\_\_. **Governança corporativa em empresas estatais listadas no Brasil**. São Paulo: IBGC, 2017.
- KAO, M. F.; HODGKINSON, L.; JAAFAR, A. Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 19, n. 1, p. 189-216, 2019.
- KHONGMALAI, O.; DISTANONT, A. Corporate governance model in Thai state-owned enterprises: structural equation modelling approach. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 17, n. 4, p.613-628, 2017.
- LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A. State ownership reinvented? Explaining performance differences between state-owned and private firms. **Corporate Governance: An International Review**, v. 26, n. 4, p. 255–272, 2018.
- LIU, Y. et al. Board independence and firm performance in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 30, p. 223-244, 2015.
- MARANHÃO, F. S.; FONSECA, M. W.; FREGA, J. R. Governança corporativa e desempenho das empresas diante da crise econômica global de 2008: uma análise de dados em painel. **Revista de Administração da UFSM**, v. 9, n. 2, p. 293-311, 2016.
- MATHEW, S.; IBRAHIM, S.; ARCHBOLD, S. Boards attributes that increase firm risk – evidence from the UK. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 16, n. 2, p. 233-258, 2016.

- MBO, M.; ADJASI, C. Drivers of organizational performance in state owned enterprises. **International Journal of Productivity and Performance Management**, v. 66, n. 3, p. 405-423, 2017.
- MENOZZI, A.; URTIAGA, M. G.; VANNONI, D. Board composition, political connections, and performance in state-owned enterprises. **Industrial and Corporate Change**, v. 21, n. 3, p. 671-698, 2012.
- MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E.; GARCIA, F. G. Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. **Revista de Administração**, v. 47, n. 4, p. 671-682, 2012.
- MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G.; AGUILERA, R. V. New varieties of state capitalism: strategic and governance implications. **The Academy of Management Perspectives**, vol. 29, n. 1, p. 115-131, 2015.
- OECD. **OECD Guidelines on corporate-governance of state-owned enterprises**. 2nd ed. Paris: OECD Publishing, 2015.
- PAIVA, J. F. M.; OLIVEIRA, N. A.; PEIXOTO, F. M. A relação entre conselho de administração, desempenho, valor e risco no mercado brasileiro de ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 9, n. 1, p. 25-44, 2015.
- PARK, H. M. **Practical guides to panel data modeling: a step-by-step analysis using Stata**. 2011. Tutorial Working Paper. Graduate School of International Relations, International University of Japan. Disponível em: <[https://www.ij.ac.jp/faculty/kucc625/method/panel/panel\\_iuj.pdf](https://www.ij.ac.jp/faculty/kucc625/method/panel/panel_iuj.pdf)>. Acesso em: 18 nov. 2018.
- SEST – SECRETARIA DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS. **Indicador de Governança IG-SEST - Regulamento**. 2018. Disponível em: <<http://www.planejamento.gov.br/empresas-estatais-igsest/regulamento-ig-sest-3o-ciclo-versao-final.pdf>>. Acesso em: 12 nov. 2018.
- SHAWTARI, F. A. et al. Board characteristics and real performance in Malaysian state-owned enterprises (SOEs). **International Journal of Productivity and Performance Management**, v. 66, n. 8, p. 1064-1086, 2017.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Politicians and firms. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 109, n. 4, p. 995-1025, 1994.
- \_\_\_\_\_. . A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 738-783, 1997.
- SHI, H.; XU, H.; ZHANG, X. Do politically connected independent directors create or destroy value?. **Journal of Business Research**, v. 83, p. 82-96, 2018.

- SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250f. Tese de Doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- SIMPSON, S. N. Y. Boards and governance of state-owned enterprises. **Corporate Governance**, v. 14, n. 2, p. 238-251, 2014.
- THOMPSON, R. M.; ALLEYNE, P.; CHARLES-SOVERALL, W. Exploring governance issues among boards of directors within state-owned enterprises in Barbados. **International Journal of Public Sector Management**, v. 32, n. 3, p. 264-281, 2019.
- TONG, S.; JUNARSIN, E.; LI, C. A comparative study of Chinese SOE firm's boards and private firm's boards. **Annals of Economics and Finance**. v. 16, n. 2, p. 291-314, 2015.
- VILHENA, F. A. C.; CAMARGOS, M. A. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. **REGE - Revista de Gestão**, v. 22, n. 1, p. 77-96, 2015.