

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS ESTATAIS DE CONTROLE DIRETO DA UNIÃO À LUZ DA LEI 13.303/2016 (LEI DAS ESTATAIS)

Grupo temático 02 – Finanças Públicas e Accountability

Jean Moreira Rodrigues

Fundação Getúlio Vargas – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas (FGV EBAPE)

RESUMO

Este artigo procurou entender a relação entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais de controle direto da União à luz da Lei 13.303/2016 (Lei das Estatais). Para tanto, foi efetuada uma avaliação das 41 empresas estatais (de 44 existentes), considerando 16 dependentes de recursos do Tesouro Nacional e 25 não dependentes, para o período de 2018 a 2022.

Considerou-se como *proxy* de governança corporativa o indicador de governança das empresas estatais (IG-SEST) e como *proxy* de desempenho as seguintes variáveis: retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), liquidez corrente (LC), endividamento geral (EG) e margem líquida (MgL). As variáveis de controle utilizadas foram o setor de atividade econômica e a dependência de recursos do tesouro.

A metodologia adotada envolveu a regressão de dados em painel, bem como os modelos Pooled, efeitos fixos e aleatórios, por se adequarem melhor ao objetivo deste estudo e às características dos dados. Ressalte-se que o nível de significância adotado foi de 5% para todos os modelos e a análise estatística foi realizada com o uso da ferramenta RStudio.

Para suportar a análise, foram estabelecidas 3 hipóteses: H1. Existe uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais de controle direto da União; H2. Existe uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais dependentes de recursos do Tesouro Nacional; H3. Existe uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais não dependentes de recursos do Tesouro Nacional.

Os resultados das regressões evidenciam que não é possível atestar que existe uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais de controle direto da União. Evidência idêntica foi obtida para as empresas estatais dependentes do Tesouro Nacional. Quanto às empresas estatais não dependentes de recursos do Tesouro Nacional, existem evidências de que existe relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro. Em síntese, os resultados sugerem que existem evidências, ainda que não muito robustas, sobre o efeito das práticas de governança corporativa sobre o desempenho econômico-financeiro das estatais.

Palavras-chave: governança corporativa; Lei das Estatais; desempenho econômico-financeiro; empresas dependentes; empresas não dependentes.

ABSTRACT

This article aimed to understand the relationship between corporate governance and the economic-financial performance of state-owned enterprises under the direct control of the Union, according to the criteria set by the law 13.303/2016 (Law of the State-Owned Enterprises). In order to achieve this result, an evaluation was conducted on 41 out of 44 existing state-owned enterprises, considering 16 which rely on National Treasury resources, and 25 which do not, over the period from 2018 to 2022.

The proxy which was applied to corporate governance was the State-Owned Enterprises Governance Index (IG-SEST), while performance was measured using the following variables: return on assets (ROA), return on equity (ROE), current liquidity (CL), total debt (TD), and net margin (NM). Control variables included the economic sector and dependence on Treasury resources.

The methodology applied involved panel data regression, using Pooled, Fixed Effects, and Random Effects models, as they best suited the objectives of the study, and data features. A significance level of 5% was adopted for all models, and statistical analysis was conducted using RStudio.

In order to stand the analysis, three hypotheses were established:

H1. There is a positive relationship between corporate governance and the economic-financial performance of state-owned enterprises under the direct control of the Union.

H2. There is a positive relationship between corporate governance and the economic-financial performance of state-owned enterprises dependent on National Treasury resources.

H3. There is a positive relationship between corporate governance and the economic-financial performance of state-owned enterprises that do not depend on National Treasury resources.

The regression results indicate that it is not possible to confirm a positive relationship between corporate governance and the economic-financial performance of state-owned enterprises under the direct control of the Union. The same findings were noticed for state-owned enterprises dependent on National Treasury resources. Nevertheless, for state-owned enterprises that do not rely on National Treasury resources, evidence suggests a positive relationship between corporate governance and economic-financial performance.

In summary, the results indicate that there is some evidence—though not particularly strong—of the impact of corporate governance practices on the economic-financial performance of state-owned enterprises.

Keywords: corporate governance; State-Owned Enterprises Law; economic-financial performance; dependent enterprises; non-dependent enterprises.

1. Introdução:

Este artigo teve como objetivo avaliar a relação entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais de controle direto da União, a partir da aprovação da Lei nº 13.303 (Lei das Estatais), ocorrida em 30 de junho de 2016.

A governança corporativa foi avaliada por meio do indicador de governança das empresas estatais (IG-Sest), criado em 2016 pela Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST). O desempenho econômico, por sua vez, foi medido por meio das variáveis de desempenho Retorno sobre os Ativos (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Liquidez Corrente (LC), Endividamento Geral (EG) e Margem Líquida (MgL).

A avaliação da relação entre governança corporativa e desempenho econômico das empresas estatais de controle direto da União foi feita por meio da estimação de modelos em painel. Os modelos de dados em painel permitem o controle de variáveis não observáveis que possam influenciar a variável dependente.

Existe um relativo consenso na literatura de que a adoção de boas práticas de governança corporativa, por meio da adoção de princípios, regras, estruturas e processos recomendados por órgãos corporativos, contribui para a melhoria da gestão, através de melhores decisões tomadas, mitigação de riscos, diminuição do custo de capital, menor assimetria de informações etc., resultando em melhor desempenho econômico-social para todos os *stakeholders* envolvidos.

As empresas estatais, por serem de propriedade pública, têm uma responsabilidade adicional perante a sociedade, e, portanto, precisam ter uma gestão mais transparente, com prestação de contas, maior responsabilidade, alocação mais eficiente dos recursos, mitigação de riscos contra interferências políticas e conflitos de interesses etc.

A relevância econômica deste artigo está no fato de que as empresas estatais são fundamentais para o PIB brasileiro e para a implementação de políticas públicas estratégicas. Ademais, a governança corporativa tem se constituído ao longo dos últimos anos em um elemento decisivo para elevar a competitividade e a sustentabilidade a longo prazo das estatais, sobretudo no contexto legal da promulgação da Lei das Estatais.

Além desta introdução, o artigo conta com mais quatro seções. A primeira seção trata da contextualização do tema governança corporativa e das empresas estatais, ressaltando, também, o contexto legal decorrente da Lei 13.303 (Lei das Estatais) e a criação do Indicador de Governança das Empresas Estatais (IG-Sest). Na sequência, discute-se o percurso metodológico adotado, com a descrição das principais variáveis usadas e o método implementado. Segue-se a análise e discussão dos resultados e, por fim, as considerações finais.

2. Contextualização

A governança corporativa tem se constituído ao longo dos últimos anos em um diferencial competitivo para as organizações que buscam a sustentabilidade financeira num ambiente cada vez mais complexo, incerto e volátil. No âmbito das empresas estatais, que procuram tanto a maximização do resultado quanto objetivos distintos, como por exemplo, a geração de empregos, inovação tecnológica, abastecimento, segurança alimentar etc., a governança corporativa pode ser um divisor de água, na medida em que a incorporação de práticas de transparência, integridade, responsabilização, dentre outras, poderá aproximar, cada vez mais, as estatais de seus múltiplos objetivos.

Ressalte-se, de início, que a avaliação da relação entre governança corporativa e desempenho econômico ocorre em um contexto de heterogeneidade das empresas estatais (dependentes de recursos do tesouro nacional x não dependente de recursos; empresas públicas x sociedades de economia mista; atuação em setores distintos, como abastecimento e segurança alimentar, comunicação e tecnologia, defesa, infraestrutura e transportes, petróleo, gás e energia, financeiro e saúde) e da busca de múltiplos objetivos institucionais, que vão desde a maximização do resultado até a busca pela inovação tecnológica, geração de emprego e renda, estabilidade social etc.

Neste sentido, embora o uso de indicadores de mercado, como por exemplo o retorno sobre os ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), liquidez corrente (LC), dentre outros, sejam úteis para mensurar a sustentabilidade financeira e a capacidade operacional das estatais, não capturam, por si só, as múltiplas finalidades que orientam a atuação dessas organizações, uma vez que as estatais não devem ser vistas apenas como entidades que buscam maximizar lucros, mas como companhias que podem ter múltiplos objetivos, como a geração de emprego, inovação e estabilidade social. Assim, apesar de imprescindível, a análise do desempenho econômico deve, sempre que possível, ser complementada por outras dimensões, como impacto social, interesse público, qualidade dos serviços prestados etc.

Shleifer & Vishny (1997) argumentam que a governança corporativa lida com as maneiras pelas quais aqueles que aportam capital nas empresas asseguram de que conseguirão obter um retorno sobre seu investimento.

Silveira (2021) define governança corporativa como o conjunto de princípios, práticas, regras explícitas e normas tácitas que regem os relacionamentos entre acionistas, conselheiros, executivos e colaboradores e

determinam o propósito, valores, cultura, estratégia, *modus operandi* e estilos de liderança predominantemente na organização.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2023), governança corporativa é um sistema formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com vistas à geração de valor sustentável para a organização, para seus sócios e para a sociedade em geral. Esse sistema baliza a atuação dos agentes de governança e demais indivíduos de uma organização na busca pelo equilíbrio entre os interesses de todas as partes, contribuindo positivamente para a sociedade e para o meio ambiente.

Para Claessens & Yurtoglu (2013), a governança corporativa é importante devido a diversos mecanismos:

- a) o primeiro é o maior acesso ao financiamento externo por parte das empresas. Isto, por sua vez, pode levar a um maior investimento, a um maior crescimento e a uma maior criação de emprego;
- b) o segundo é uma redução do custo de capital e aumento da empresa associado à avaliação. Isto torna mais investimentos atrativos para os investidores, conduzindo também ao crescimento e a mais emprego;
- c) o terceiro é um melhor desempenho operacional através de uma melhor alocação de recursos e melhor gestão. Isto cria riqueza de forma mais geral;
- d) o quarto, a boa governança corporativa pode estar associada a um risco reduzido de problemas financeiros. Isto é particularmente importante, dado que as crises financeiras podem ter grandes custos econômicos e sociais;
- e) o quinto, uma boa governança corporativa pode significar, em geral, melhores relacionamentos com todas as partes interessadas. Isto ajuda a melhorar as relações sociais e laborais e aspectos como a proteção ambiental, e pode ajudar a reduzir ainda mais a pobreza e a desigualdade.

As empresas estatais no Brasil têm um longo histórico de contribuição ao país, seja no apoio ao financiamento do processo de industrialização verificado no Século XX, no suporte ao agronegócio, no desenvolvimento de políticas públicas regionais e mesmo na evolução do capitalismo brasileiro.

De acordo com a Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST (Relatório Agregado das Empresas Estatais Federais – 2025 – Ano Base 2024, disponível em: https://www.gov.br/gestao/pt-br/assuntos/estatais/copy_of_transparencia/RelatorioEstataisFINAL2808WEB.pdf. Acesso em 27.01.2026), as empresas estatais federais encerraram o ano de 2024 com ativos da ordem de R\$ 6,7 trilhões, faturamento consolidado de R\$ 1,309 trilhão e lucro líquido de R\$ 116,6 bilhões. As estatais distribuíram aos acionistas, na forma de dividendos e juros sobre capital próprio (JCP), R\$ 152, 5 bilhões. Desse total, a União recebeu R\$ 72,1 bilhões (47%) e os demais acionistas, R\$ 80,4 bilhões (53%).

Ainda de acordo com o relatório acima, as empresas estatais federais recolheram R\$ 228,3 bilhões em impostos, taxas e contribuições para todos os entes da federação, respondendo por 6% de tudo que foi arrecadado no Brasil em 2024.

O Relatório Agregado informa ainda que as estatais federais empregavam, ao final de 2024, um total de 441.095 trabalhadores e trabalhadoras em todo o Brasil, um crescimento de 1,2% em relação a 2023.

Não obstante, as empresas estatais enfrentam desafios decorrentes de seus múltiplos objetivos (maximização do resultado x objetivos sociais), interferências políticas, ineficiências, pouca transparência e baixa governança.

Pargendler (2012) afirma que a propriedade estatal pode levar a conflitos de interesse (decorrente do papel duplo do Estado como acionista e regulador), onde os objetivos políticos do governo podem se sobrepor aos interesses dos acionistas minoritários, resultando em decisões que não maximizam o valor para os acionistas, podendo prejudicar a eficiência das empresas. Um dos principais argumentos da autora é que a propriedade estatal pode criar externalidades negativas que afetam não apenas as empresas estatais, mas também o ambiente de negócios mais amplo.

Para Fontes Filho (2018), seja pelo volume dos ativos e importância econômica das empresas estatais, nos vários níveis federativos, seja por sua influência histórica na construção do modelo de desenvolvimento nacional, as empresas estatais têm tido uma expressiva influência nas dimensões sociais, pela geração de empregos e políticas de pessoal; econômicas, pois representam fontes importantes de receitas para os governos pelos dividendos distribuídos, pelo poder de apoiar setores e programas de desenvolvimento; e políticas, por se qualificarem como atores de destaque das composições políticas e das barganhas na formação das coalizões de poder.

Para Lazzarini *et al.* (2024), a participação do Estado como proprietário também pode criar uma série de riscos de governança que podem ser prejudiciais ao desempenho das empresas e à sua capacidade de atingir os seus objetivos. Por exemplo, os governos podem tentar nomear representantes políticos aliados como altos executivos em empresas estatais ou influenciar suas decisões de preços e investimentos para colher dividendos políticos. A interferência governamental descontrolada pode prejudicar os ganhos de produtividade e até mesmo criar o risco de insolvência financeira e de dificuldades fiscais, o que não só prejudica o setor privado, mas também a sociedade como proprietário final das empresas estatais.

Em 30 de junho de 2016, foi aprovada a Lei 13.303 (disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm, Acesso em 27.01.2026), conhecida como Lei das Estatais, que dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, ainda que a atividade econômica esteja sujeita ao regime de monopólio da União ou seja de prestação de serviços públicos.

Os principais objetivos da Lei 13.303/2016 foram o aprimoramento da governança corporativa das empresas estatais, com foco em transparência, gestão de riscos e controles internos, bem como a obrigatoriedade de a empresa pública e a sociedade de economia mista possuírem em sua estrutura societária um comitê de auditoria estatutário como órgão auxiliar do conselho de administração. Dentre as inovações proporcionadas pela lei acima, estão as regras para composição do conselho e diretoria, valorizando competência e independência.

Após a aprovação da Lei das Estatais, a Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST) criou o Indicador de Governança das Empresas Estatais (IG-Sest), um instrumento para avaliação e aprimoramento de práticas de governança, sem caráter punitivo.

A literatura acadêmica tem ressaltado, cada vez mais, a relação entre governança corporativa e desempenho de mercado (Silveira, 2004, Carvalhal, 2005, Black e Khanna, 2007, Santos, 2018, Eforis, 2018, Heo, 2018, Lazzarini e Musacchio, 2018, Pinheiro *et al.*, 2019, Cunha *et al.*, 2021, Caixe e Rodrigues, 2022, Lazzarini *et al.*, 2024 etc.). Em boa parte, esses trabalhos constatarem uma relação positiva entre o que se convencionou denominar de boas práticas de governança corporativa e indicadores de mercado usualmente utilizados para medir o desempenho da firma.

3. Percorso Metodológico

A técnica utilizada no presente artigo envolveu a regressão com dados em painel, que é uma forma de análise de dados que envolvem observações de múltiplas unidades (indivíduos, empresas, países etc.) ao longo do tempo.

A construção de um modelo em painel começa com um conjunto de dados que combina observações diversas sobre um mesmo agente ao longo do tempo. A sequência de cortes transversais é compilada, fornecendo uma estrutura que mapeia as mudanças ocorridas em uma estrutura ao longo do período estudado. Esses dados são modelados através de uma equação do tipo $Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_{it}$, onde i designa o agente e t o tempo. A variável dependente Y é expressa em relação a cada i e t , com α sendo o intercepto, β o vetor de parâmetros associados às variáveis explicativas, e X o vetor contendo essas variáveis.

Foram estimados os modelos POLS (Mínimos Quadrados Ordinários Agrupados), modelos de Efeitos Fixos (FE) e modelos de Efeitos Aleatórios (RE). A ferramenta utilizada foi o Rstudio e a significância estatísticas foi de 5%.

Este artigo tem caráter quantitativo, que segundo Creswell (2021), é uma abordagem que procura testar teorias objetivas, examinando a relação entre variáveis medidas, geralmente, com instrumentos para que os dados numéricos possam ser analisados com procedimentos estatísticos.

A amostra compreendeu 41 empresas estatais federais (de um universo de 44), no período de 2018 a 2022, sendo 16 dependentes de recursos do tesouro nacional (de acordo com a Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000, disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm, acesso em 27.01.2026, empresa estatal dependente é a empresa controlada que recebe do ente controlador recursos financeiros para pagamento de despesas com pessoal ou de custeio em geral ou de capital, excluídos, no último caso, aqueles provenientes de aumento de participação acionária) e 25 não dependentes, conforme Quadro 1 abaixo. Foram excluídas as seguintes empresas: Centro Nacional de Tecnologia Eletrônica Avançada S.A. (Ceitec), uma vez que ela não foi avaliada nos 5º e 6º ciclos do IG-Sest; Empresa Brasileira de Participações em Energia Nuclear e Binacional S.A. (Enbpar), criada em 10.09.2021, portanto, posterior à implementação do IG-Sest; e a Nav Brasil Serviços de Navegação Aérea S.A., criada em 24.01.2020, e igualmente posterior à criação do IG-Sest.

Quadro 1 – Empresas Estatais de Controle Direto da União

#	Estatal	Área de Atuação	Grau de Dependência
1	Companhia de Entrepósitos e Armazéns Gerais de São Paulo - CEAGESP	Abastecimento e segurança alimentar	NÃO
2	Centrais de Abastecimento de Minas Gerais S.A. - CEASAMINAS	Abastecimento e segurança alimentar	NÃO
3	Companhia Nacional de Abastecimento - CONAB	Abastecimento e segurança alimentar	SIM
4	Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária - EMBRAPA	Abastecimento e segurança alimentar	SIM
1	Empresa de Tecnologia e Informações da Previdência Social - DATAPREV	Comunicações e Tecnologia	NÃO
2	Empresa Brasil de Comunicação S.A. - EBC	Comunicações e Tecnologia	SIM
3	Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos - ECT	Comunicações e Tecnologia	NÃO
4	Serviço Federal de Processamento de Dados - SERPRO	Comunicações e Tecnologia	NÃO
5	Telecomunicações Brasileiras S.A. - TELEBRAS	Comunicações e Tecnologia	SIM
1	Amazônia Azul Tecnologia de Defesa S.A. - AMAZUL	Defesa	SIM
2	Empresa Gerencial de Projetos Navais - EMGEPRON	Defesa	NÃO
3	Indústria de Material Bélico do Brasil - IMBEL	Defesa	SIM
1	Companhia Brasileira de Trens Urbanos - CBTU	Infraestrutura e Transportes	SIM
2	Companhia Docas do Ceará - CDC	Infraestrutura e Transportes	NÃO
3	Companhia Docas do Pará - CDP	Infraestrutura e Transportes	NÃO
4	Companhia Docas do Rio de Janeiro - CDRJ	Infraestrutura e Transportes	NÃO
5	Companhia das Docas do Estado da Bahia - CODEBA	Infraestrutura e Transportes	NÃO
6	Companhia Docas do Rio Grande do Norte - CODERN	Infraestrutura e Transportes	NÃO
7	Companhia de Desenvolvimento dos Vales do São Francisco e do Parnaíba - CODEVASF	Infraestrutura e Transportes	SIM
8	Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária - INFRAERO	Infraestrutura e Transportes	NÃO
9	VALEC - Engenharia, Construções e Ferrovias S.A.	Infraestrutura e Transportes	SIM
10	Autoridade Portuária de Santos S.A. - SPA	Infraestrutura e Transportes	NÃO
11	Empresa de Trens Urbanos de Porto Alegre S.A. - TRENSURB	Infraestrutura e Transportes	SIM
1	Companhia de Pesquisa de Recursos Minerais - CPRM	Petróleo, Gás e Energia	SIM
2	Empresa de Pesquisa Energética - EPE	Petróleo, Gás e Energia	SIM
3	Nuclebrás Equipamentos Pesados S.A. - NUCLEP	Petróleo, Gás e Energia	SIM
4	Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRAS	Petróleo, Gás e Energia	NÃO
5	Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S.A. - PPSA	Petróleo, Gás e Energia	NÃO
1	Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias - ABGF	Financeiro	NÃO
2	Banco da Amazônia S.A. - BASA	Financeiro	NÃO
3	Banco do Brasil S.A. - BB	Financeiro	NÃO
4	Banco do Nordeste do Brasil S.A. - BNB	Financeiro	NÃO
5	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES	Financeiro	NÃO
6	Caixa Econômica Federal - CEF	Financeiro	NÃO
7	Casa da Moeda do Brasil - CMB	Financeiro	NÃO
8	Empresa Gestora de Ativos - EMGEA	Financeiro	NÃO
9	Financiadora de Estudos e Projetos - FINEP	Financeiro	NÃO
1	Empresa Brasileira de Serviços Hospitalares - EBSERH	Saúde	SIM
2	Hospital Nossa Senhora da Conceição S.A. - CONCEIÇÃO	Saúde	SIM
3	Hospital de Clínicas de Porto Alegre - HCPA	Saúde	SIM
4	Empresa Brasileira de Hemoderivados e Biotecnologia - HEMOBRAS	Saúde	NÃO

Fonte: Elaboração própria (2026).

3.1 Variáveis de estudo

A *proxy* utilizada para medir o nível de governança corporativa foi o indicador de governança das empresas estatais (IG-Sest). Como *proxy* de desempenho, foram utilizadas as seguintes variáveis: retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), liquidez corrente (LC), endividamento geral (EG) e margem líquida (MgL). As variáveis de controle relacionadas foram o setor de atividade econômica e a dependência de recursos do tesouro, conforme Quadro 2 abaixo.

Quadro 2 – Descrição das variáveis de estudo

Variável	Descrição	Detalhamento	Fonte
IG-Sest	Indicador de Governança das Empresas Estatais	Instrumento de acompanhamento contínuo das empresas estatais federais, aferido por meio da avaliação do cumprimento de diversos dispositivos legais, infralegais e de boas práticas aplicáveis às estatais federais. O Indicador de Governança Sest - IG-Sest de cada empresa é representado por uma nota entre 0 (pior) e 10 (melhor).	Secretaria de Coordenação e Governança das Estatais (SEST)
ROA	Retorno sobre o Ativo (ROA) = $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Indicador que mede a eficiência da empresa em termos de produzir lucros pelas aplicações realizadas por ela em seus ativos, fornecendo o quanto rentável a empresa é em relação ao seu total de ativos.	Assaf Neto (2014)
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) = $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Mensura o retorno dos recursos aplicados por seus proprietários, ou seja, para cada unidade monetária de recursos próprios investidos na empresa, mede-se quanto os acionistas auferem de lucro.	Assaf Neto (2014)
LC	Liquidez Corrente (LC) = $\frac{\text{Ativo circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Refere-se à relação existente entre o ativo circulante e o passivo circulante. Se a liquidez corrente for superior a 1, tal fato indica a existência de um capital circulante líquido positivo; se igual a 1, pressupõe sua inexistência, e, se inferior a 1, a existência de um capital de giro líquido negativo (ativo circulante menor que passivo circulante).	Assaf Neto (2014)
EG	Endividamento (EG) = $\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}{\text{Ativo Total}}$	Refere-se à proporção do ativo total que está comprometida para custear o endividamento da empresa com terceiros. É usado como um indicador para a análise da saúde financeira de uma companhia. Caso o passivo seja maior que o patrimônio líquido (PL), significa que a empresa está muito endividada. Caso o passivo seja menor que o PL, a empresa está pouco endividada.	Assaf Neto (2014)

continua

MgL	Margem Líquida (MgL) = Lucro Líquido/Receita	Indicador que avalia a lucratividade e a eficiência operacional de uma organização. Uma margem alta indica que a companhia está convertendo uma grande parte de suas receitas em lucro, o que geralmente é um sinal positivo de boa gestão e saúde financeira.	Assaf Neto (2014)
-----	--	--	----------------------

Fonte: Elaboração própria (2026).

Inicialmente, foi construído um banco de dados em planilha Excel contendo informações sobre as empresas estatais que fazem parte do presente artigo. Para cada uma das 41 empresas estatais avaliadas, foram levantados os seguintes indicadores contábeis anuais para o período de 2018 a 2022: ativo circulante, ativo realizável a longo prazo, ativo total, passivo circulante, passivo não circulante, patrimônio líquido, lucro bruto, lucro líquido, receita bruta, receita líquida e número de colaboradores.

Em seguida, foram estimadas e acrescentadas ao banco de dados as seguintes variáveis de desempenho para o período de 2018 a 2022: retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), liquidez corrente (LC), liquidez geral (LG), margem bruta (MgB), margem líquida (MgL) e produtividade do trabalho.

Além das variáveis de desempenho, o banco de dados contemplou, ainda, a nota de cada empresa estatal obtida no IG-Sest, para o período de 2018 a 2022.

A relação das empresas estatais, os dados contábeis e o indicador de governança foram obtidos junto à Secretaria de Coordenação e Governança das Estatais (SEST), no sítio eletrônico <https://www.gov.br/gestao/pt-br/assuntos/estatais>.

4. Análise e discussão dos resultados

Para o desenvolvimento do trabalho, foram estimadas 5 equações, descritas a seguir:

1. $ROA = \beta_0 + \beta_1 Dependente + \beta_2 Setor + \beta_3 Endividamento + \beta_4 \ln(Liquidez Corrente) + \beta_5 IG_SEST$
2. $ROE = \beta_0 + \beta_1 Dependente + \beta_2 Setor + \beta_3 Endividamento + \beta_4 \ln(Liquidez Corrente) + \beta_5 IG_SEST$
3. $Liquidez Corrente = \beta_0 + \beta_1 Dependente + \beta_2 Setor + \beta_3 \ln(Endividamento) + \beta_4 ROA + \beta_5 IG_SEST$
4. $Endividamento = \beta_0 + \beta_1 Dependente + \beta_2 Setor + \beta_3 \ln(Liquidez Corrente) + \beta_4 ROA + \beta_5 IG_SEST$
5. $Liquidez Corrente = \beta_0 + \beta_1 Dependente + \beta_2 Setor + \beta_3 \ln(Margem líquida) + \beta_4 ROA + \beta_5 IG_SEST$

Para escolha do modelo mais adequado para cada uma das equações estimadas, foram realizados os testes de *Breusch-Pagan LM (Lagrange Multiplier)* e de Hausman.

Inicialmente, cada uma das equações foi estimada com três tipos de modelos: o modelo Pooled OLS (MQO empilhado), o modelo de efeitos aleatórios e o modelo de efeitos fixos.

O primeiro teste realizado foi o Teste do *Breusch-Pagan (LM)*, utilizado para validação do modelo Pooled OLS.

Hipótese Nula (H_0) do teste LM-BP: A variância do efeito aleatório para a equação em questão é igual a zero, o que significa que todas as unidades de análise (instituições) têm um mesmo intercepto, e, portanto, a equação pode ser estimada através do modelo Pooled OLS.

O modelo Pooled OLS assume que não existem efeitos fixos ou aleatórios que precisem ser controlados. Por isso é necessário verificar essa hipótese.

Nos casos em que a Hipótese Nula do teste não pôde ser rejeitada, o modelo Pooled OLS foi adotado. Nos casos em que a Hipótese Nula foi rejeitada, o teste de Hausman foi utilizado, a fim de permitir a escolha entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios.

Hipótese Nula (H_0) do teste de Hausman: As estimativas dos coeficientes são consistentes nos modelos de Efeitos Aleatórios.

Nos casos em que a hipótese nula do teste foi rejeitada, o modelo de efeitos fixos foi considerado. Nos casos em que a hipótese nula não pôde ser rejeitada, o modelo de efeitos aleatórios foi adotado.

Considerando a amostra completa de dados, a rotina de seleção descrita anteriormente foi elaborada cinco vezes (uma vez para cada equação estimada).

Em seguida, o mesmo procedimento foi reproduzido mais duas vezes: a primeira delas considerando apenas a amostra segmentada para empresas dependentes de recursos da União; a segunda, considerando apenas a amostra segmentada para empresas não dependentes de recursos da União.

A 5ª equação selecionada, única a incorporar a margem líquida das empresas como variável explicativa, não pôde ser estimada no caso das amostras segmentadas por problema de singularidade do sistema. Para algumas instituições analisadas, não foi possível obter esse dado para todos os períodos temporais considerados, de tal forma, há maior restrição de informações quando a variável é incorporada, o que gera esse problema de singularidade da matriz.

Foram consideradas três hipóteses para serem testadas:

H1. Existe uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais de controle direto da União.

H2. Existe uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais dependentes do Tesouro Nacional.

H3. Existe uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais não dependentes do Tesouro Nacional.

4.1 – Estatísticas Descritivas

A Tabela 1 descreve as características das empresas estatais. Das 41 empresas estatais constantes neste artigo, 39% são dependentes de recursos do Tesouro Nacional, ao passo que 61% não dependem de recursos. Quando se avalia o tipo de empresa, constata-se que 85,37% são empresas públicas de propriedade do estado, enquanto 14,63% são empresas de economia mista.

Tabela 1 – Características das empresas estatais

Item		N	%
Grau de dependência	Dependente	16	39,02
	Não dependente	25	60,98
Total		41	100%
Tipo de empresa	Propriedade do Estado	35	85,37
	Economia Mista	06	14,63
Total		41	100%

Fonte: Elaboração própria (2026)

A Tabela 2 analisa a quantidade de empresas estatais por setor de atuação. Constata-se que a maior parte está concentrada no setor de infraestrutura & transportes (26,83%), seguida pelo setor financeiro (21,95%), petróleo, gás & energia (12,20%), comunicação & tecnologia (12,20%), etc.

Tabela 2 – Quantidade de empresas estatais por setor de atuação

Sector de atuação	N	%
Infraestrutura & Transportes	11	26,83
Financeiro	9	21,95
Petróleo, Gás & Energia	5	12,20
Comunicação & Tecnologia	5	12,20
Abastecimento & Segurança Alimentar	4	9,76
Saúde	4	9,76
Defesa	3	7,32
Total	41	100%

Fonte: Elaboração própria (2026)

4.2 – Resultado das regressões

Dada a heterogeneidade das empresas estatais, convém ressaltar inicialmente os possíveis impactos que a pandemia da Covid-19 possa ter provocado na operação e no desempenho econômico-financeiro das estatais, haja vista que a crise sanitária ocorreu entre 2020 e 2022, ou seja, em parte considerável do horizonte temporal do presente artigo. A crise sanitária impôs desafios operacionais, como por exemplo a interrupção de cadeias produtivas e redução da demanda em diversos segmentos, impactando indicadores de desempenho como liquidez, margem líquida, retorno sobre ativos etc. Muitas empresas estatais tiveram aumento da responsabilidade social e institucional, sobretudo aquelas com atuação nos setores da saúde, infraestrutura e serviços essenciais, que assumiram funções ampliadas no enfrentamento da pandemia, por exemplo, ampliando a oferta de serviços médicos ou mantendo cadeias logísticas vitais, o que pode ter pressionado as finanças e redirecionado os esforços de maximização do resultado econômico para objetivos puramente sociais. A gestão do capital humano pode também ter sido impactada, diante da adoção rápida de protocolos sanitários, distanciamento social e trabalho remoto, impactando a eficiência operacional e a produtividade das empresas. Outro fator que pode ter impactado o desempenho das empresas estatais refere-se às mudanças estratégicas adotadas pelas empresas diante da pandemia, uma vez que passaram a adotar orientações políticas de curto prazo voltadas ao enfrentamento da crise (congelamento de tarifas públicas, programas emergenciais) em detrimento de uma estratégia de mais longo prazo e maximizadora de resultados econômicos. O aumento da instabilidade econômica global e nacional, a necessidade de maior aporte de recursos públicos, socorro financeiro às empresas, sobretudo micro e pequenas empresas, podem ter levado as empresas estatais a adiarem investimentos estratégicos, o que prejudicou a execução de planos de expansão e modernização, afetando, assim, o desempenho futuro. Por fim, vale ressaltar que a pandemia exigiu das empresas uma aceleração digital dos serviços ofertados, diante das mudanças no perfil do consumo. No entanto, nem todas as estatais conseguiram aproveitar essa tendência, promovendo inovação e digitalização e, com isso, mitigando parte dos efeitos negativos da crise sobre seu desempenho. Estatais com estruturas mais frágeis de governança tiveram maior dificuldade em ajustar-se rapidamente às novas condições, enquanto aquelas com práticas mais sólidas souberam reagir com rapidez, agilidade e eficácia. Nesse cenário, a pandemia pode ter exacerbado a vulnerabilidade das estatais dependentes de recursos públicos e, por outro lado, ter favorecido a capacidade de resposta e de preservação de desempenho das estatais não dependentes de recursos, cujas práticas de governança estariam, em tese, mais consolidadas.

A primeira hipótese (H1) prevê uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais de controle direto da União.

Os resultados das regressões estão apresentados na Tabela 3 abaixo.

Tabela 3 – Resultados da regressão – Estatais de controle direto da União

Variável dependente	ROA		ROE		Liquidez corrente		Endividamento		Liquidez corrente	
Modelo	Pooled OLS		Pooled OLS		Efeitos Aleatórios		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios	
	Modelo 01		Modelo 02		Modelo 03		Modelo 04		Modelo 05	
	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor
Intercepto	9,41074	0,70	-147,00580	0,06	3,51041	0,00	-0,26785	0,00	0,78603	0,34
IG-SEST	0,26065	0,89	7,72249	0,21	0,04990	0,06	0,01981	0,23	0,05156	0,24
Orçamento Dependente	-12,76470	0,08	-37,86615	0,10	-0,62368	0,03	-	-	-1,19526	0,03
Endividamento (log)	-1,49554	0,76	15,58835	0,31	-0,83731	0,00	-	-	-	-
Liquidez Corrente (log)	-2,30472	0,53	8,41475	0,48	-	-	-0,26785	0,00	-	-
ROA	-	-	-	-	-0,00113	0,19	-0,00070	0,19	0,00096	0,51
Margem Líquida (log)	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,06956	0,21
(R ²) R quadrado	0,07		0,05		0,38		0,20		0,12	
(R ²) R quadrado ajustado	0,02		0,00		0,35		-0,02		0,04	
(*)t Estatística de teste	0,18		0,44		0,00		0,00		0,08	
n (número de instituições)	41		41		41		41		33	
N (número de observações)	205		205		205		205		113	
T (tempo)	5		5		5		5		5	
DF (graus de liberdade)	194		194		194		194		102	
	Estatística de teste	p-valor	Estatística de teste	p-valor	Estatística de teste	p-valor	Estatística de teste	p-valor	Estatística de teste	p-valor
Teste de Breusch-Pagan	0,2574	0,6119	0,6305	0,4272	175,3500	0,0000	216,3800	0,0000	125,8600	0,0000
Teste de Hausman	2,127	0,547	6,174	0,103	3,1935	0,3627	17,8650	0,0005	1,6261	0,6535

Fonte: elaboração própria (2026).

Em síntese, só foi possível obter significância estatística nos modelos 3 e 4. Em relação ao IG-Sest, o coeficiente estimado para a variável assumiu o sinal esperado na maioria dos casos (modelos 1, 2, 3 e 5), enquanto no modelo 4, em que a variável dependente foi o endividamento, o coeficiente do IG-Sest assumiu sinal contrário ao esperado. Ressalta-se, ainda, que a variável IG-Sest assumiu o sinal esperado em apenas um dos dois modelos em que foi possível atestar significância estatística.

Com relação à primeira hipótese (H1), não foi possível atestar significância estatística, ao nível de 5%, para os coeficientes estimados para a variável IG-Sest em nenhum dos modelos estimados, ou seja, não é possível atestar que existe uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais de controle direto da União.

A segunda hipótese (H2) prevê uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais dependentes de recursos do Tesouro Nacional.

Os resultados das regressões estão demonstrados na Tabela 4 abaixo.

Tabela 4 – Resultados da regressão – Estatais dependentes de recursos

Variável dependente	ROA		ROE		Liquidez corrente		Endividamento		Liquidez corrente	
Modelo	Pooled OLS		Pooled OLS		Efeitos aleatórios		Efeitos aleatórios		Modelo 05	
	Modelo 01		Modelo 02		Modelo 03		Modelo 04			
	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor
Intercepto	24,99647	0,77	-97,47936	0,55	3,97949	0,00	4,05151	0,00	-	-
IG-SEST	1,62159	0,73	0,84055	0,92	0,02225	0,53	0,02731	0,21	-	-
Endividamento (log)	-10,57169	0,55	17,59124	0,60	-1,00848	0,00	-	-	-	-
Liquidez Corrente (log)	-15,44824	0,22	18,72666	0,44	-	-	-0,39119	0,00	-	-
ROA	-	-	-	-	-0,00110	0,21	-0,00055	0,31	-	-
Margem Líquida (log)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(R ²) R quadrado	0,09		0,05		0,49		0,45		-	-
(R ²) R quadrado ajustado	-0,01		-0,06		0,43		0,38		-	-
(*)t Estatística de teste	0,52		0,87		0,00		0,00		-	-
n (número de instituições)	16		16		16		16		-	-
N (número de observações)	80		80		80		80		-	-
T (tempo)	5		5		5		5		-	-
DF (graus de liberdade)	71		71		71		71		-	-
	Estatística de teste	p-valor	Estatística de teste	p-valor	Estatística de teste	p-valor	Estatística de teste	p-valor	-	-
Teste de Breusch-Pagan	0,8234	0,3642	0,0973	0,7551	24,0430	0,0000	37,9930	0,0000	-	-
Teste de Hausman	0,747	0,862	0,700	0,403	0,2719	0,9652	4,1418	0,2466	-	-

Fonte: elaboração própria (2026).

Os modelos estimados com amostra filtrada para empresas dependentes de recursos da União tiveram resultados similares aos modelos estimados com a amostra completa. Entre todos os modelos, só foi possível obter significância estatística nos modelos 3 e 4. Em relação ao IG-Sest, o coeficiente estimado para a variável assumiu o sinal esperado na maioria dos casos (modelos 1, 2 e 3), enquanto no modelo 4, em que a variável dependente foi o endividamento, o coeficiente do IG-Sest assumiu sinal contrário ao esperado. Ressalta-se, ainda, que a variável IG-Sest assumiu o sinal esperado em apenas um dos dois modelos em que foi possível atestar significância estatística.

Em relação à segunda hipótese (H2), os resultados mostraram que também não é possível atestar significância estatística, ao nível de 5%, para os coeficientes estimados para a variável IG-Sest em nenhum dos modelos estimados, ou seja, não é possível afirmar que existe uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais dependentes do tesouro nacional.

A terceira hipótese (H3) prevê uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais não dependentes do Tesouro Nacional.

Os resultados das regressões estão demonstrados na Tabela 5 abaixo.

Tabela 5 – Resultados da regressão – Estatais não dependentes de recursos

Variável dependente	ROA		ROE		Liquidez corrente		Endividamento		Liquidez corrente	
Modelo	Efeitos aleatórios		Pooled OLS		Efeitos fixos		Efeitos fixos		Liquidez corrente	
	Modelo 01		Modelo 02		Modelo 03		Modelo 04		Modelo 05	
	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor
Intercepto	20,72242	0,11	-116,26238	0,25	-	-	-	-	-	-
IG-SEST	0,27439	0,77	9,42631	0,32	0,12018	0,00	-0,00527	0,84	-	-
Endividamento (log)	-5,30739	0,05	-3,34241	0,88	0,46461	0,00	-	-	-	-
Liquidez Corrente (log)	-0,64745	0,73	-2,93762	0,85	-	-	-0,17821	0,00	-	-
ROA	-	-	-	-	-0,00248	0,50	-0,00416	0,07	-	-
Margem Líquida (log)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(R ²) R quadrado	0,11		0,06		0,18		0,12			
(R ²) R quadrado ajustado	0,05		-0,01		-0,05		-0,12			
(*)t-estatística de teste	0,09		0,55		0,00		0,00			
n (número de instituições)	25		25		25		25			
n (número de observações)	125		125		125		125			
T (tempo)	5		5		5		5			
DF (graus de liberdade)	115		115		97		97			
	estatística de teste	p-valos	estatística de teste	p-valos	estatística de teste	p-valos	estatística de teste	p-valos		
Teste de Breusch-Pagan	7,2653	0,0070	2,9343	0,0867	105,7100	0,0000	124,9000	0,0000		
Teste de Hausman	1,286	0,733	3,670	0,299	22,0250	0,0001	11,6030	0,0089		

Fonte: elaboração própria (2026).

Os modelos estimados com amostra filtrada para empresas não dependentes de recursos da União tiveram os resultados mais distintos dos modelos estimados com amostra completa e amostra segmentada para empresas dependentes de recursos da União. Entre todos os modelos, só foi possível obter significância estatística nos modelos 3 e 4, assim como nas demais amostras. Em relação ao IG-Sest, o coeficiente estimado para a variável assumiu o sinal esperado em todos os casos. No modelo 03, foi possível atestar significância estatística, ao nível de 5%, para o coeficiente estimado para a variável.

Diante do exposto, e levando em conta a amostra de dados utilizada e as regressões propostas e estimadas pelo modelo 03, encontramos evidências de que existe relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas estatais de controle direto da União não dependentes de recursos da União, o que suporta H3

Em síntese, os resultados mostraram que existem evidências, ainda que não muita robustas, sobre o efeito da governança sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas estatais.

5 - Considerações finais

Este artigo procurou contribuir para o debate sobre a relação entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro no âmbito das empresas estatais de controle direto da União.

A principal contribuição deste trabalho está no fato de constatar uma relação positiva entre governança e desempenho, porém restrita às estatais não dependentes de recursos do Tesouro Nacional. Assim, essa diferenciação tende a enriquecer a literatura acadêmica que, em boa parte, apresenta uma visão mais generalista e homogênea da relação entre governança e desempenho econômico, como pode ser observado nos trabalhos de autores como Silveira (2004) e Carvalho (2005), que constatarem uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho econômico, todavia, sem considerar nuances institucionais específicas como a dependência financeira.

A modelagem estatística utilizada e os resultados encontrados afastam, por um lado, este autor dos estudos clássicos que evidenciaram correlações estatísticas positivas entre governança x desempenho (Santos, 2018, Pinheiro *et al.*, 2019) e, de outro lado, aproximam este autor de abordagens que sugerem a necessidade de incorporar ao debate novas perspectivas metodológicas e teóricas, como defendido por Galanos, Dutra e Medeiros (2024).

Este artigo dialoga também com a visão de Lazzarini *et al.* (2024), ao constatar que as estatais com maior autonomia financeira tendem a apresentar melhores práticas de governança e, consequentemente, melhores

resultados, reforçando a ideia de que interferências políticas podem comprometer o desempenho das estatais, sobretudo naquelas dependentes de recursos da União.

Em síntese, as principais contribuições deste autor estão na incorporação de uma variável moderadora (dependência de recursos), evidenciando que o grau de autonomia tem importância na relação entre governança corporativa e desempenho; na diferenciação entre grupo de estatais, uma vez que boa parte dos estudos tratam as estatais como um grupo homogêneo; e na adoção do modelo de dados em painel com segmentação por dependência financeira, o que constitui um avanço metodológico frente aos trabalhos transversais, muito comuns na literatura.

Em termos de contribuições para a academia, a base empírica constante neste artigo pode ser útil para futuras investigações teóricas e aplicadas, sobretudo no âmbito do setor público, que ainda carece de estudos dessa natureza. Para os pesquisadores, a incorporação de novas nuances, como objetivos sociais e sustentabilidade, pode ser um diferencial nos estudos sobre a relação entre governança e desempenho econômico no âmbito das empresas estatais. Para os profissionais que trabalham com governança corporativa, principalmente no setor público e nas sociedades de economia mista, a constatação de que boas práticas de governança corporativa resultam em melhores resultados para o conjunto da sociedade, pode reforçar a cultura de governança corporativa e encorajar os diversos colaboradores a buscarem uma gestão mais transparente, com prestação de contas, maior responsabilidade e alocação mais eficiente dos recursos.

REFERÊNCIAS

- ASSAF Neto, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- BLACK, Bernard S; KHANNA, Vikramaditya. **Can Corporate Governance Reforms Increase Firms' Market Values**: Evidence from India. Law & Economics Working Papers Archive: 2003-2009, Art. 68 [2007].
- BRASIL – Lei 13.303, de 30 de junho de 2016. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm. Acesso em: 27.01.2026.
- CAIXE, Daniel Ferreira; RODRIGUES, Matheus Albino. **Derivativos, valor da firma e governança corporativa no Brasil**. Revista Eletrônica de Administração (REAd). Porto Alegre – vol. 28 – N.º 1 – jan/abr. 2022 – p. 208 – 231.
- CARVALHAL DA SILVA, André Luiz; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil**. Revista Brasileira de Finanças, 2005 vol. 3, No. 1, p. 1-18.
- CLAESSENS, STjn; YURTOGLU, B. Burcin. **Corporate governance in emerging markets: A survey**. Emerging Markets Review, v.15, p.1-33, 2013.
- CRESWELL, John W; CRESWELL, J. David. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 5. ed. Porto Alegre: Penso, 2021.
- DA CUNHA, Thiago Nery *et al.* (2021). **Corporate Governance in State-Owned Companies**: Effects on Performance. Revista de Negócios 26 (1): 49-62.
- EFORIS, Chermian. **Corporate Governance, State Ownership and Firm Performance**: An Empirical Study of State-Owned Enterprises in Indonesia. Acc. Fin. Review 3 (1) 26 – 32 (2018).
- FONTES FILHO, Joaquim Rubens. **A governança corporativa em empresas estatais brasileiras frente a Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei nº 13.303/2016)**. In: Rev. Serv. Público Brasília 69, edição especial Repensando o Estado Brasileiro 181-209 dez. 2018.
- GALANOS, Aliki Karagrigoriou; DUTRA, Vanessa Rabelo; MEDEIROS, Igor Baptista de Oliveira. (2024). **Epistemologia(s) na governança corporativa**: Existe realmente escolha? FGV EAESP | RAE | São Paulo | v. 64 | n. 2 | 2024 | 1-11 | e2022-0449.
- HEO, Kyoungsun. **Effects of Corporate Governance on the Performance of State-Owned Enterprises**. World Bank Group – Governance Global Practice. Aug. 2018.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 6. ed. São Paulo, 2023.
- LAZZARINI, Sergio G; MUSACCHIO, A. **State Ownership Reinvented?** Explaining Performance Differences Between State-Owned and Private Firms. Corporate Governance: An International Review 26 (4): 255-72, 2018.
- LAZZARINI, Sergio G. *et al.* **Monitoring the Governance of State-Owned Enterprises**. Assessing the Impact of Corporate Governance Reforms in Brazil. Inter-American Development Sector Fiscal Management Division. May, 2024.

PARGENDLER, Mariana. **State Ownership and Corporate Governance**. 80 Fordham L. Rev. 2917 (2012).

PINHEIRO, Laura Edith Taboada *et al.* **Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras**. Revista Contemporânea de Contabilidade. UFSC, Florianópolis, v. 16, n. 41, p. 3-22, out/dez. 2019.

SANTOS, Thaís Alves dos. **Um índice de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro**, 2018. Tese (doutorado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração.

SECRETARIA DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS – SEST. **Relatório Agregado das Empresas Estatais Federais**. Disponível em: https://www.gov.br/gestao/pt-br/assuntos/estatais/copy_of_transparencia/RelatorioEstataisFINAL2808WEB.pdf. Acesso em: 27.01.2026.

SHLEIFER, A.; VISHNY, Robert W. **A Survey of Corporate Governance**. In: The Journal of Finance, jun., 1997, vol. 52, No. 2 (Jun., 1997), p. 737-783.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. 3. Ed. Vinhedo, SP: Virtuoso Company, 2021.