

## EVIDENCIAÇÃO DOS ELEMENTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS RELATÓRIOS DE ADMINISTRAÇÃO: ANÁLISE EM EMPRESAS ESTATAIS LISTADAS NA B3 S. A

AMANDA CAROLINE DIAS COSTA

ÍTALO CARLOS SOARES DO NASCIMENTO

LUCAS LÚCIO GODEIRO

KALLYSE PRISCILA SOARES DE OLIVEIRA

JANE ELLY NUNES DA COSTA LIMA

### Introdução

Apesar das constantes privatizações ocorridas nas últimas décadas, as Empresas Estatais ainda existem em número significativo. Nessas empresas, existem vários conflitos de interesses em decorrência de sua natureza estatal, que dificulta a definição de seus objetivos, a análise de seu desempenho e a sua gestão, necessitando de mecanismos de Governança Corporativa (GC) para amenizar esses conflitos. Assim, é necessário que essas entidades evidenciem em seus relatórios suas boas práticas de GC, tais como no Relatório da Administração, levando-se em consideração a sua relevância e abrangência.

### Problema de Pesquisa e Objetivo

Diante disso, o questionamento que norteou a elaboração deste estudo apresenta-se como: Quais os elementos de Governança Corporativa estão sendo evidenciados nos Relatórios de Administração das Empresas Estatais listadas na B3 S. A.? Dessa forma, visando responder esse questionamento, este estudo tem por objetivo geral analisar a evidência dos elementos de Governança Corporativa nos Relatórios de Administração das Empresas Estatais listadas na B3 S. A.

### Fundamentação Teórica

As empresas estatais possuem inúmeros problemas de governança devido à natureza do seu controlador ser pública e política. A inexistência de mecanismos que assegurem a independência da estatal perante as mudanças constantes no governo, acarretam problemas entre o principal e o agente que se somam aos problemas do próprio estado, devido a sua influência na atividade da estatal (FONTES FILHO; ALVES, 2018).

### Metodologia

De natureza qualitativa, o estudo utilizou-se da análise de conteúdo dos Relatórios da Administração das Estatais inseridas no Ranking das 50 Maiores Empresas Estatais do Brasil por receita líquida, disponibilizado pela Revista Exame Melhores e Maiores em 2019, caracterizando-se como uma pesquisa documental de caráter descritivo. A coleta de dados se deu por meio da obtenção dos relatórios de administração das estatais no website da B3 S.A., realizando-se a leitura na íntegra desses relatórios, buscando-se identificar a evidência dos elementos de GC propostos por Lugoboni et al. (2018).

### Análise dos Resultados

Os resultados apontam que apesar de apenas uma empresa atingir a média de 100% de evidência dos elementos analisados, a menor média apresentada foi de 56%, ou seja, maior que 50%, demonstrando que as Estatais estão evidenciando aspectos de Governança Corporativa no Relatório da Administração. Os elementos com maiores médias de divulgação foram: Responsabilidade Corporativa, Prestação de Contas e Transparência. E os elementos com menores médias de divulgação foram: Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e Remuneração de Executivos.

### Conclusão

Em aspectos gerenciais, apresentou uma alerta à gestão das empresas estatais em relação a adoção de práticas de GC e da qualidade da evidência das informações a respeito dessas nos relatórios econômico-financeiros e sua relevância para a ampliação da credibilidade da empresa no mercado. Ressalta-se que os resultados encontrados nesta pesquisa são confirmados por estudos empíricos anteriores, apresentando assim, um consenso na literatura acerca desta temática. Contudo, trata-se ainda de uma pesquisa incipiente, que necessita de um maior aprofundamento.

### Referências Bibliográficas

FONTES FILHO, J. R.; ALVES, C. F. Mecanismos de Controle na Governança Corporativa das Empresas Estatais: Uma Comparação entre Brasil e Portugal. Cadernos EBAPE.BR, v. 16, n. 1, p. 1-13, jan./mar. 2018. LUGOBONI, L. F.; DIAS, A. S.; NASCIMENTO, J. O.; ARAÚJO, J. A. O.; ZITTEL, M. V. M. Aspectos de governança corporativa nos relatórios de Administração de instituições financeiras. Revista Eniac Pesquisa, v. 7, n. 2, p. 182-205, jul./dez. 2018.

### Palavras Chave

Evidência, Governança Corporativa, Empresas Estatais

# EVIDENCIAÇÃO DOS ELEMENTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS RELATÓRIOS DE ADMINISTRAÇÃO: ANÁLISE EM EMPRESAS ESTATAIS LISTADAS NA B3 S.A.

## 1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas a temática acerca de Governança Corporativa (GC) vem sendo amplamente discutida e os estudos relacionados a esse tema aumentaram significativamente (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2002). Segundo La Porta *et al.* (2000) a GC é um conjunto de mecanismos que visa a proteção dos acionistas minoritários contra a expropriação.

No Brasil, a GC cresceu devido as mudanças econômicas, consequência de uma série de privatizações e instalações de empresas estrangeiras. É importante enfatizar que as discussões a respeito da GC no país, teve como principal fator a pequena participação de acionistas minoritários nas decisões da empresa (KLOTZLE; COSTA, 2006). Mesmo com as constantes privatizações ocorridas nas últimas décadas, as Empresas Estatais (EE's) ainda existem em números significativos em todo o mundo, uma vez que o governo continua a controlar diversas empresas de capital aberto em vários países (VITÓRIA; BRESSAN; IQUIAPAZA, 2020).

De acordo com Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) (2015), deve ser considerada uma empresa estatal, qualquer pessoa jurídica que pela legislação nacional é reconhecida como uma empresa, e que sua propriedade seja exercida pelo estado. A relevância das EE's no mundo, aponta a necessidade da produção de pesquisas mais precisas sobre essas empresas (FONTES FILHO; ALVES, 2018). As estatais brasileiras fazem parte das empresas mais importantes listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3 S. A.) (GUIMARÃES; SILVA, 2020). A capitalização delas corresponde a aproximadamente 20% do mercado de ações da B3 S. A., participação importante para investidores com interesse em investir em ativos no país (VITÓRIA; BRESSAN; IQUIAPAZA, 2020).

Muitos são os debates a respeito da GC e da relevância do papel das empresas controladas pelo governo, ponderando opiniões sobre os interesses de desestatização e dos defensores da propriedade estatal (GUIMARÃES; SILVA, 2020). Isso ocorre por causa da sua natureza estatal e estrutura de poder que dificulta a definição dos objetivos de suas operações, a análise de desempenho e a sua gestão, pois sua atuação se sujeita tanto as necessidades do governo (controlador direto) e aos diferentes interesses da sociedade (controlador indireto) (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008).

Nesse sentido, a governança corporativa apresenta-se como ferramenta relevante nas empresas estatais, para amenizar os vários conflitos existentes. Assim, é necessário que essas entidades evidenciem em seus relatórios anuais suas boas práticas de governança corporativa, levando em consideração a relevância e abrangência do Relatório da Administração (RA) por ser utilizado por diversos usuários como instrumento para tomada de decisões.

As informações divulgadas nos relatórios da administração estão sendo utilizadas comumente como dados em diversos estudos, sendo possível encontrar na literatura pesquisas relacionadas à evidenciação de elementos de governança corporativa nos RA's, no entanto, possuem estruturas distintas ao que está sendo apresentado. As divulgações demandadas pelo mercado de capitais são úteis e transparentes para os *stakeholders*, o que indica a importância deste estudo (SILVA, W.; SILVA, J., 2020).

Nessa perspectiva, a pesquisa de Igarashi *et al.* (2012) buscou evidenciar o alinhamento entre os elementos de GC e as informações evidenciadas em relatórios da administração de empresas listadas na B3 S. A. que fazem parte do nível de governança Novo Mercado. Os resultados confirmaram que as práticas de governança corporativa estão evidenciadas nos RA's dessas empresas, mas, os resultados também mostram que há necessidade de uma evidenciação

melhor das informações relacionadas à GC nos relatórios da administração, em especial aos oito itens identificados como alinhados.

Um estudo mais recente é o de Lugoboni *et al.* (2018) que objetivou evidenciar aspectos de governança corporativa nos RA's das instituições financeiras listadas na bolsa de valores. A pesquisa demonstrou que há pouca evidenciação de aspectos de governança corporativa, no entanto, aspectos como Responsabilidade Corporativa e Transparência, teve uma significativa evidenciação nesses relatórios.

Há vários estudos estrangeiros que relaciona a GC nas empresas estatais a diferentes aspectos como a entrada no mercado internacional (GRØGAARD; RYGH; BENITO, 2019), a estrutura de governança (ANDRÉS; GUASCH; AZUMENDI, 2011), a adesão aos princípios de governança (NASUTION *et al.*, 2020). No Brasil, Miranda e Amaral (2011) buscaram relacionar a adesão de práticas de governança corporativa ao desempenho das EE's. Já Mingone (2019) investigou se houve impacto no retorno das ações das corporações de natureza estatal que aderiram ao programa de governança corporativa das estatais da B3 S. A.

Diante disso, o questionamento que norteou a elaboração deste estudo apresenta-se como: **Quais os elementos de Governança Corporativa estão sendo evidenciados nos Relatórios de Administração das Empresas Estatais listadas na B3 S. A.?** Dessa forma, visando responder esse questionamento, este estudo tem por objetivo geral analisar a evidenciação dos elementos de Governança Corporativa nos Relatórios de Administração das Empresas Estatais listadas na B3 S. A. Para isso, esta pesquisa utilizou como amostra as EE's de capital aberto listadas na B3 S. A., no ano de 2019, integrantes do *Ranking* das 50 Maiores Empresas Estatais do Brasil por receita líquida, disponibilizado pela Revista Exame Melhores e Maiores em 2019.

Nessa perspectiva, apesar de existirem evidências empíricas em empresas privadas em relação ao tema abordado por esta pesquisa, foram encontradas poucas evidências empíricas especificamente nas empresas de propriedade do governo, demonstrando assim que as pesquisas na temática em questão ainda se encontram em desenvolvimento e são incipientes. Destarte, o diferencial desta pesquisa está na investigação da evidenciação de práticas de governança corporativa por dez empresas estatais de três diferentes setores ao invés de realizar estudo com uma única empresa ou de um único setor ou de pesquisar a relação de desempenho financeiro de estatais que possuem ou não segmentos de listagem diferenciados da B3 S. A., ou comparar a evidenciação de GC entre empresas públicas e privadas, ou ainda, aspectos associados a conflito de agência e a função dos vários *stakeholders*, que são os tipos de pesquisas mais comuns existentes na literatura.

Por fim, o estudo inova ao estudar a evidenciação de práticas de GC, que se insere no âmbito da transparência de informações, utilizando-se de preceitos da Teoria do *Disclosure*, ao invés de outras teorias utilizadas para estudar outros mecanismos de GC e ainda utilizando apenas o relatório da administração para coleta de dados, por entender a importância desse relatório em razão do seu alcance por utilizar uma linguagem menos técnica possibilitando seu entendimento por um grande número de usuários.

As peculiaridades das empresas de propriedade estatal, determina a necessidade em relacionar os dois constructos – Governança Corporativa e Empresa Estatal –, demonstrando a relevância desta discussão. Além disso, a pesquisa tem como base os preceitos da Teoria do *Disclosure*, que incentiva tanto a divulgação de informações de caráter obrigatório como as de caráter voluntário, objetivando proporcionar maior transparência no contexto corporativo das empresas (VERRECCHIA, 2001).

Assim, esta pesquisa justifica-se por tratar de tema da atualidade, relevante e em evolução. Almeja-se contribuir para o avanço e aprofundamento do debate desta temática no meio acadêmico, proporcionando novas constatações e buscando preencher lacunas ainda existentes, especialmente por tratar a governança corporativa no âmbito das empresas

controladas pelo governo, buscando-se constatar a qualidade e o nível de evidenciação de GC. Para o mercado, é visível a crescente discussão acerca da governança corporativa nas empresas estatais, exemplo disso é a Lei das Estatais nº 13.303 promulgada em 2016, como consequência de diversos escândalos de corrupção nas estatais do Brasil. Nesse sentido, este estudo possibilita orientações aos investidores, sociedade e órgãos reguladores sobre quais Estatais estão evidenciando informações de práticas de GC, e ainda apresenta uma alerta aos gerentes das estatais acerca da importância de adotar e divulgar práticas de GC. Dessa forma, este assunto merece relevância por abranger um grande número de interessados – acionistas, sociedade, gerentes e órgãos reguladores – e ainda pelas peculiaridades presentes nas estatais, como a existência das possíveis interferências políticas que possam haver nessas organizações.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Os estudos acerca de governança corporativa expandiram-se em diversos países devido as crises econômicas na Ásia, Rússia e Brasil, também em razão de escândalos financeiros como os casos EnronCorp, WorldComInc e Parmalat. Esses eventos mostraram a fragilidade dos sistemas de GC, até mesmo daqueles considerados eficientes, como o anglo-saxão (KREUZBERG; VICENTE, 2019).

Essa temática no Brasil foi impulsionada devido à crise na década de 90. Os impactos dessa crise evidenciaram a fragilidade da governança corporativa, e conseqüentemente afetou o nível de confiança dos investidores (KREUZBERG; VICENTE, 2019). Ainda em 1990, a abertura de capital alterou de forma significativa o meio empresarial, as empresas passaram a compartilhar o controle com sócios nacionais e estrangeiros (ÁLVARES; GIACOMETTI; GUSSO, 2008).

Com essas várias mudanças no ambiente empresarial brasileiro, aumentou as exigências dos investidores e acionistas por informações fidedignas em relação aos números publicados pelas organizações (BORTOLI; ORTH; LERNER, 2019). No Brasil, o Código de melhores práticas de governança corporativa é a principal referência acerca de GC, pois apresenta recomendações objetivando contribuir na evolução de governança corporativa nas organizações (IBGC, 2015).

As empresas listadas na B3 S. A. recebem uma avaliação de qualidade em relação a aderência voluntária de diferentes práticas de governança corporativa (LUZ *et al.*, 2009). Essa avaliação de qualidade são os seguimentos especiais - Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2) e Nível 1 (N1) – criados a partir da percepção de que, para desenvolver o mercado de capitais no Brasil, era necessário ter segmentos que se adequassem aos diversos perfis de empresas (B3 S. A., 2020). Segundo Villas-Bôas (2017) os segmentos da B3 S. A. que exigem práticas altamente rígidas em governança corporativa são: Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.

Assim, a governança corporativa pode ser entendida como um vasto conjunto de definições e práticas, que visa preservar os interesses dos acionistas por meio de ações internas (boas práticas empresariais) e externas (um apropriado ambiente regulamentado e de negócios), sem esquecer o interesse das demais partes interessadas, como medida para proporcionar riqueza a longo prazo e continuidade da organização (VILLAS-BÔAS, 2017). Os mecanismos internos englobam o conselho de administração, a estrutura de propriedade e o método de remuneração de gestores; nos externos estão o ambiente regulador e legal e o mercado acionário e de fusões e aquisições (KLOTZLE; COSTA, 2006).

As empresas estatais possuem inúmeros problemas de governança devido à natureza do seu controlador ser pública e política. A inexistência de mecanismos que assegurem a independência da estatal perante as mudanças constantes no governo, acarretam problemas entre o principal e o agente que se somam aos problemas do próprio estado, devido a sua influência na atividade da estatal (FONTES FILHO; ALVES, 2018).

A confiança dos investidores das EE's é atingida em razão de um cenário confuso, especificamente em relação as incertezas na gestão dessas entidades, bem como na divulgação de suas informações, no que tange ao cumprimento do interesse público e suas limitações, e ainda a forte influência política, tornando difícil a mensuração do risco desse tipo de investimento (B3 S. A., 2020). Uma das principais interferências políticas existente nas estatais é a nomeação dos *CEOs* por políticos, acarretando em pressão dupla em cima desses, uma vez que eles deverão suprir os anseios do governo e das demais partes interessadas. Esse tipo de prática no Brasil foi revelado pela operação lava jato, pois a partir dessa operação comprovou-se que vários partidos políticos nomeiam diversos cargos de destaque nas estatais brasileiras (GUIMARÃES; SILVA, 2020).

Além disso, as EE's, podem não oferecer incentivos monetários para atingir os seus objetivos caso o salário do *CEO* não esteja ligado ao seu desempenho, devido geralmente a remuneração de seus gestores ser definida por atos ou órgãos reguladores. As políticas de remuneração das estatais sofrem constrangimentos de forma aditiva, pois para atrair gestores que possuam qualificação é necessário oferecer uma remuneração igual ao seu custo de oportunidade, e isso muitas vezes é maior do que o valor considerado razoável pelos cidadãos. Criando um constrangimento para o político que tomará a decisão, uma vez que terá de suportar esse custo no plano de eleição ao pagar uma remuneração considerada exorbitante pelos eleitores. A falta de incentivos pode possibilitar novas formas de obtenção privada de vantagens, como exemplo a isso temos: a abstenção de tomar decisões importantes como as decisões de investimento de risco; bem como não se esforçar e não dedicar tempo na busca de resultados; e usar os recursos disponíveis em benefício próprio ou chegar a situações mais críticas da corrupção e demais ilegalidades (FONTES FILHO; ALVES, 2018).

As questões de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) tendo como foco as estatais, tem o nível de complexidade aumentada em razão da natureza dos interesses envolvidos. Em função de ter a figura do estado como grande interessado, essas empresas devem limitar-se a alguns tipos de práticas sociais para evitar arbitrariedades. Essas restrições estão relacionadas a RSC altruísta e política. Dessa forma, como nas estatais possui uma linha divisória muito próxima entre a RSC altruísta e política, é temido que elas sejam usadas para atender interesses políticos (MIRANDA; AMARAL, 2011).

A prestação de contas do desempenho das empresas controladas pelo governo ocorre por meio de um confuso grupo de agentes, em que não é fácil identificar os favorecidos, conseqüentemente a isso, surgem conflitos de agência, pois as decisões serão tomadas baseadas em critérios que podem não beneficiar a empresa, tornando-as em investimentos não atraentes devido à falta de transparência, ausência de avaliação e incoerência política (OCDE, 2015).

A imprecisão quanto às políticas econômicas do estado, a instabilidade do mercado, e principalmente as eleições atingem diretamente as EE's, uma vez que o processo eleitoral altera a sua gestão, e conseqüentemente suas estratégias. É por isso que a rotatividade da gestão em empresas estatais é mais frequente que em empresas privadas (GUIMARÃES; SILVA, 2020).

Essas interferências mostram a importância da presente pesquisa, é necessário discutir a respeito da governança corporativa no contexto das empresas controladas pelo estado. Nos últimos anos, foi possível analisar profundas mudanças na estrutura de GC das estatais, em consequência de esforços demandados por importantes entidades e organizações. Tais mudanças resultaram em grandes avanços na construção de mecanismos de governança corporativa para as empresas estatais (PINTO, 2020).

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

No que concerne aos objetivos, o estudo é descritivo, pois busca identificar, verificar e descrever elementos de Governança Corporativa nos Relatórios de Administração de Empresas Estatais listadas na B3 S. A. O estudo utilizou como população alvo as empresas integrantes do

*ranking* das 50 Maiores Empresas Estatais do Brasil por receita líquida, disponibilizado pela Revista Exame Melhores e Maiores em 2019.

Para seleção da amostra foram consideradas as Estatais que estão listadas na B3 S.A., pois levou-se em consideração que apenas as Sociedades por Ações de Capital Aberto têm a obrigatoriedade de publicar/divulgar as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP's) no *website* da B3 S. A., dentre essas demonstrações estão os relatórios da administração que foram utilizados para coleta de dados.

Em relação aos procedimentos a pesquisa se enquadra como documental, visto que analisou os relatórios da administração das estatais. O recorte temporal da pesquisa é do tipo transversal, uma vez que os dados foram levantados em um determinado momento. Assim, os dados utilizados nesta pesquisa referem-se ao exercício social de 2019.

Quanto à abordagem, a pesquisa classifica-se como qualitativa, posto que a análise foi feita através da técnica de análise de conteúdo. Portanto, a técnica utilizada para avaliar os dados foi a análise de conteúdo dos relatórios, sendo analisados e identificados os elementos de governança corporativa que estão sendo evidenciados. A análise de conteúdo é um procedimento de pesquisa, que sistematicamente permite descrever mensagens e os comportamentos relacionados ao contexto do enunciado, além das deduções dos dados coletados (CAVALCANTE; CALIXTO; PINHEIRO, 2014).

O procedimento de coleta de dados foi realizado por meio da obtenção dos relatórios de administração das estatais no *website* da B3 S.A. Em seguida foi realizada a leitura na íntegra desses relatórios buscando identificar a evidenciação dos elementos listados no Quadro 1.

Quadro 1: Variáveis de pesquisa

<b>Elementos relacionados a:</b>	<b>O que foi analisado:</b>
a) Padronização	Se no RA consta os itens obrigatórios conforme a Lei 6.404/76.
b) Estrutura de propriedade	Se existe a evidenciação no RA da segregação do Capital.
c) Mercado financeiro e de capitais	Se existe evidenciação no RA, qual nível de governança a companhia pertence, ou há indícios que possibilite a identificação.
d) Mecanismos de conselho de administração	Se é evidenciado no RA que a empresa possui Conselho de Administração e como ele está composto
e) Políticas de remuneração de executivos	No RA, se existe a evidenciação de remuneração dos executivos em razão de seus atos.
f) Transparência ( <i>disclousure</i> )	Identificar à divulgação de dados relevantes as partes interessadas nos RA's, independente da obrigatoriedade.
g) Equidade ( <i>Fairness</i> )	Verificar a evidenciação de igualdade no tratamento entre acionistas e demais partes interessadas.
h) Prestação de Contas ( <i>accountability</i> )	Identificação dos atos e responsabilidades dos administradores no RA
i) Responsabilidade Corporativa ( <i>compliance</i> )	Evidenciar pontos de conformidade nos RA, para mitigação de riscos e cumprimento da legislação.

Fonte: Adaptado de Lugoboni *et al.* (2018).

No decorrer da análise dos RA's das EE's, adotou-se a atribuição 1 para os elementos evidenciados e 0 para os elementos não evidenciados, para determinar a média de evidenciação por estatal. Em seguida, os dados coletados foram tabulados através do *Software Microsoft Excel* e *Word* (versão *Windows 13*) e apresentados através de tabelas. Por fim, os resultados encontrados foram analisados e discutidos, confrontando-se os achados com pesquisas empíricas anteriores.

Dentre o total de 50 empresas da amostra, somente 10 delas estavam listadas na B3 S. A., assim essas 10 empresas formaram a composição da amostra final da pesquisa. Para melhor exibição do trajeto metodológico, a Tabela 1 apresenta o procedimento de seleção das empresas e da composição da amostra final do estudo, levando em consideração os critérios que foram relatados anteriormente.

Tabela 1 - Composição da amostra final da pesquisa

<b>Operação</b>	<b>Descrição</b>	<b>Número de Empresas</b>
=	População ( <i>Ranking</i> das Maiores Empresas Estatais do Brasil por receita líquida em 2019, disponibilizado pela Revista Exame Melhores e Maiores).	50
(-)	Exclusão das empresas que não estão listadas na B3 S. A. em razão de não terem a obrigatoriedade de divulgar as DFP's.	40
=	<b>Amostra final</b>	10

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

O Quadro 2 exibe a composição da amostra final do estudo, por setor de atuação e por segmento de listagem de governança corporativa que as empresas estão inseridas, após a exclusão das empresas que não estão listadas na B3 S. A.

Quadro 2 – Amostra final da pesquisa

<b>Empresa</b>	<b>Setor de atuação</b>	<b>Segmento de Listagem</b>
CASAN	Utilidade pública	Mercado tradicional
CEEE D	Utilidade pública	Nível 1
CELESC	Utilidade pública	Nível 2
CEMIG DIST	Utilidade pública	Mercado tradicional
CEMIG GT	Utilidade pública	Mercado tradicional
COPASA	Utilidade pública	Novo Mercado
COPEL	Utilidade pública	Nível 1
PETROBRAS	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Nível 2
SABESP	Utilidade pública	Novo Mercado
SANEPAR	Utilidade pública	Nível 2

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

O Quadro 2 evidencia que a maioria das empresas analisadas (9) são do setor de Utilidade pública, tal resultado já era esperado, por se tratar de empresas estatais. E apenas uma empresa, a PETROBRAS, faz parte do setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis. Observa-se ainda que das dez empresas que compõem a amostra final da pesquisa, sete delas fazem parte dos segmentos especiais de listagem da B3 S. A., sendo três do Nível 2, duas do Nível 1 e duas do Novo Mercado, que é o nível mais elevado de Governança Corporativa. E apenas três empresas não estão inseridas nos segmentos de listagem da B3 S. A., integrando o Mercado Tradicional.

#### **4 RESULTADOS E DISCUSSÕES**

Para alcançar o objetivo geral - analisar a evidenciação dos elementos de Governança Corporativa nos Relatórios de Administração das Empresas Estatais listadas na B3 S. A. -, a princípio foi realizado a conferência individual dos relatórios de administração do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2019. Em seguida, procedeu-se a análise da evidenciação dos elementos de GC e a comparação entre as empresas. A Tabela 2 mostra uma explanação inicial sobre a quantidade de elementos evidenciados por empresa.

Embora as empresas listadas no Novo Mercado estejam submetidas a rigorosas exigências de adoção de práticas de GC, constata-se que as empresas com maior número de elementos de GC evidenciados não fazem parte desse grupo, mas pertencem ao grupo do Nível 1 e Nível 2. A empresa com maior número de elementos evidenciados foi a COPEL que evidenciou todos os 9 elementos analisados nesta pesquisa e aferiu uma média de elementos evidenciados de 100%. Em seguida está a CELESC e SANEPAR que igualmente evidenciaram 8 dos 9 elementos analisados e alcançaram uma média de elementos evidenciados de 89%. Tal resultado corrobora com os achados de Santos (2014) que constatou um maior número de

divulgação de indicadores de governança corporativa por empresas que pertenciam ao grupo do Nível 1 e não ao grupo do Novo Mercado. Nesse estudo, a empresa COPEL também se destacou em relação a divulgação, sendo a segunda empresa com maior número de divulgação de indicadores de GC.

Tabela 2 – Quantidade de elementos evidenciados por Estatal

<b>Empresas</b>	<b>Elementos Evidenciados</b>	<b>Média de Elementos Evidenciados</b>
COPEL (N1)	9	100%
CELESC (N2)	8	89%
SANEPAR (N2)	8	89%
CEEE D (N1)	7	78%
SABESP (NM)	7	78%
COPASA (NM)	6	67%
PETROBRÁS (N2)	6	67%
CEMIG DIST (MT)	6	67%
CEMIG GT (MT)	6	67%
CASAN (MT)	5	56%

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Esse achado alinha-se com a afirmação de Miranda, Melo e Martins (2020) de que a listagem no segmento Novo Mercado, supostamente o segmento com rigorosas exigências de adoção de práticas de governança corporativa, não funciona de forma eficaz, e que as empresas buscam se listar nesse segmento apenas como uma forma de buscar legitimação.

Em relação a alta evidenciação dos elementos de governança corporativa pela COPEL atribui-se aos bons resultados obtidos pela empresa no programa de Destaque de Governança das Estatais da B3 S. A. A COPEL é apontado por esse programa como a estatal com a melhor governança do país, pois em 2019 entre as seis estatais inseridas nesse programa, a COPEL obteve a maior pontuação em relação ao cumprimento dos requisitos exigidos, de um total de 60 pontos (pontuação máxima), ela atingiu 58 (B3 S. A., 2021).

É importante observar ainda que as empresas que mais evidenciaram os elementos de governança foram as empresas que estão listadas em um dos segmentos diferenciados de GC da B3 S. A., e a empresa que apresentou menos evidenciação foi a CASAN com apenas 56% dos elementos evidenciados, essa empresa pertence ao Mercado Tradicional. Esse resultado já era esperado, pois as empresas listadas nos segmentos especiais de governança estão obrigadas a aderir exigências rigorosas de práticas de GC. Tal resultado converge com as pesquisas de Conzatti, Besen e Serafim Júnior (2021) e Sousa *et al.*, (2021) apresentando que as empresas pertencentes aos segmentos diferenciados da B3 S. A. possui uma maior média de Índice de GC em relação as empresas pertencentes ao Mercado Tradicional.

Na Tabela 3, é possível notar quais elementos foram evidenciados em cada empresa, mostrando também a média de evidenciação por estatal. Observa-se que em relação a todos os elementos analisados, os evidenciados por todas as estatais foram: responsabilidade corporativa, prestação de contas e transparência. A responsabilidade social empresarial proporciona sucesso para as empresas, uma vez que todas as organizações dependem fundamentalmente do apoio e da participação das pessoas. Assim, as empresas socialmente responsáveis, em média, são bem mais criativas e possuem mais segurança, além de contar com o apoio da sociedade, com o favoritismo dos investidores e consumidores, com a participação e o entusiasmo dos colaboradores e não acumulam passivos trabalhistas, ambientais, legais e éticos (BARBIERI; CAJAZEIRA, 2016).

Tabela 3 – Média de resultados dos elementos evidenciados nos RA's

Empresas Estatais	Responsabilidade Corporativa	Prestação de Contas	Transparência	Equidade	Padronização	Mercado de Capitais	Conselho de Administração	Estrutura de Propriedade	Remuneração de Executivos	Média Por Estatal
COPEL	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1,00
CELESC	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0,89
SANEPAR	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0,89
CEEE D	1	1	1	0	1	1	0	1	1	0,78
SABESP	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0,78
COPASA	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0,67
PETROBRÁS	1	1	1	1	1	0	0	0	1	0,67
CEMIG DIST	1	1	1	1	1	0	1	0	0	0,67
CEMIG GT	1	1	1	1	1	0	1	0	0	0,67
CASAN	1	1	1	1	0	0	0	1	0	0,56
<b>Total</b>	1,00	1,00	1,00	0,90	0,80	0,60	0,50	0,50	0,50	<b>0,76</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Dessa forma, tendo em vista a evidenciação de práticas de responsabilidade corporativa em todas as EE's analisadas, esse resultado confirma os achados de Moura (2019), que constatou-se que a Lei das Estatais estabeleceu a obrigatoriedade de adotar normas de *compliance* no contexto destas organizações como meio de trazer maior transparência e integridade para o ambiente empresarial. E ainda está em conformidade com o estudo de Santos (2014), a grande média de evidenciação da responsabilidade corporativa pode ser relacionada a preocupações frequentes dos *stakeholders* com o meio ambiente, governança corporativa, transparência e a necessidade das organizações em atender a estas preocupações no empenho por maior legitimidade. E também corrobora com o resultado da pesquisa de Lugoboni *et al.* (2018) dentre os aspectos de GC mais evidenciados está a responsabilidade corporativa.

A prestação de contas apresenta um número igual de evidenciação na pesquisa. É dever dos administradores prestar contas de forma entendível e em tempo real ainda que traga consequências. Além disso, eles são obrigados a divulgar os seus atos e responder por tudo que lhes é estabelecido (COSTA; NOGUEIRA, 2020).

A alta evidenciação da prestação de contas atribui-se a obrigação dos administradores em divulgar e justificar a prática de seus atos, caso contrário receberão sanções por descumprir deveres a eles determinados. A exigência de prestar contas está relacionado a representação que os agentes políticos exercem a seus representados, o que demanda fundamentalmente a divulgação de informações e a possibilidade de serem responsabilizados por suas ações, ou seja, em um Estado os que mandam também devem obedecer, pois estão sujeitos a legislação (CABRAL, 2015).

A transparência também foi um dos elementos evidenciado por todas as empresas analisadas. A transparência pode influenciar no não envolvimento da gestão da empresa em atos impróprios, pois as suas ações serão expostas e investigadas (FUNG, 2014). A violação desse princípio nas empresas estatais deve ser considerado um ato criminoso (NASUTION, 2020).

A alta evidenciação da transparência atribui-se a obrigação imposta pela Lei 6.404/76, Lei das Sociedades por Ações, que prevê a obrigatoriedade da transparência e divulgação das informações contábeis (MOTA; PINTO, 2017), e principalmente, ao clamor da sociedade e setores de mercado por mais transparência e controle na gestão das estatais, fruto disso são as reestruturações normativas das quais as estatais tem passado na busca de atender o clamor social por mudanças e efetivação de princípios administrativos como a moralidade e publicidade, os quais podem ser notados em legislações recentes como a Lei de Acesso à Informação, Lei nº 12.527/2011, a Lei Anticorrupção, Lei nº 12.846/2013 e o Estatuto Jurídico das Empresas Estatais, Lei nº 13.303/16 (VICENTE; BANNWART JÚNIOR, 2017). Esse resultado vai de encontro aos achados de Lugoboni *et al.* (2018) que obteve alta evidenciação da transparência.

Os elementos menos evidenciados foram o conselho de administração, a estrutura de propriedade e a remuneração executiva, ambos obtiveram a mesma média de divulgação (0,50). O conselho de administração deve trabalhar em função do interesse da empresa por completo. Dentre as suas atribuições estão a eleição e substituição do diretor executivo, o acompanhamento da gestão, a definição da estratégia, o monitoramento dos riscos e supervisão do relacionamento da companhia com os demais agentes (ALMEIDA; KLOTZLE; PINTO, 2013).

A pouca evidenciação do elemento conselho de administração pode estar relacionada com os resultados da pesquisa de Simpson (2014) que apesar das estatais possuírem conselhos de administração, no entanto, elas demonstram fraquezas em relação a avaliação do desempenho do conselho, critérios para nomeação de conselheiros, o equilíbrio de conselheiros independentes e conselheiros não independentes, e outras características. Os resultados obtidos acerca da evidenciação desse elemento também converge com a afirmação de Fontes Filho e Alves (2018) a própria edição da Lei nº 13.303/2016 aponta até então uma frágil estruturação dos mecanismos de controle da GC no Brasil. Assim, são apontados como fragilidades existentes no sistema estatal, a pouca independência no conselho, a falta de exigência de uma mínima experiência profissional dos dirigentes, a nomeação de políticos aos órgãos de fiscalização e administração.

Um dos principais mecanismos de governança é a estrutura de propriedade (SILVEIRA, 2004). No Brasil, a grande parte das empresas apresentam estruturas de propriedade concentradas (SILVEIRA, 2004; BREY *et al.*, 2014), o que torna relevante a identidade dos acionistas tanto para o desempenho quanto para a relação da empresa com o meio ambiente (BREY *et al.*, 2014). A baixa evidenciação desse elemento pode ser relacionada a pesquisa de Parente, Vasconcelos e De Luca (2014) em relação a concentração de propriedade, as empresas controladas pelo estado apresentam, em média, níveis mais elevados de direitos de fluxo de caixa e de votos e ainda apresentam maiores desvios de direitos. Essas empresas também possuem maior proporção de acionista controlador e 70% delas são detentoras de controle direto sobre si mesma. Segundo Silveira e Barros (2008) as empresas com maior direito de controle e excesso de poder de voto tem maior probabilidade de expropriar a riqueza dos acionistas minoritários. Esse achado alinha-se ao resultado da pesquisa de Lugoboni *et al.* (2018), que encontrou uma baixa evidenciação da estrutura de propriedade nos RA's.

A remuneração de executivos é uma importante ferramenta que permite alinhar os interesses dos executivos com os interesses dos acionistas (SOUZA; DUQUE; SILVA JUNIOR, 2016; KRAUTER, 2013). Os resultados do estudo de Krauter (2013) mostraram que há relação entre a remuneração financeira (salário mensal + salário variável) e remuneração não financeira (benefícios) com o desempenho da empresa. Esses resultados mostram que a remuneração de executivos colabora a conduzir o empenho dos executivos para o alcance dos objetivos da empresa, colaborando para que a organização obtenha altos níveis de desempenho financeiro.

Contudo, a pouca divulgação da remuneração de executivos converge com a afirmação de Freire (2016) que apesar da Instrução Normativa 480/2009 da CVM obrigar as empresas listadas na B3 S. A. a divulgarem informações acerca da remuneração dos diretores, as empresas não as divulgam com base em decisões judiciais, argumentando que a divulgação dessas informações comprometeria a segurança dos executivos. Também pode estar relacionada com o estudo de Fontes Filho e Alves (2018) as EE's, podem não oferecer incentivos monetários para atingir os seus objetivos caso o salário do CEO não esteja ligado ao seu desempenho, devido geralmente a remuneração de seus gestores ser definida por atos ou órgãos reguladores. As políticas de remuneração de estatais sofrem constrangimentos de forma aditiva, pois para atrair gestores que possuam qualificação é necessário oferecer uma remuneração igual ao seu custo de oportunidade, e isto muitas vezes é maior do que o valor considerado razoável pelos cidadãos. Criando um constrangimento para o político que tomará a decisão, uma vez que terá de suportar esse custo no plano de eleição ao pagar uma remuneração considerada exorbitante pelos eleitores. E ainda alinha-se a afirmação de Darmadi (2013) a divulgação detalhada da remuneração de executivos em países em desenvolvimento é relativamente baixa. E por fim, corrobora com os achados de Lugoboni *et al.* (2018), que constatou uma baixa evidencição de remuneração de executivos.

No estudo realizado também houve a evidencição da quantidade de vezes que os elementos foram evidenciados, conforme exibe a Tabela 4, em que é possível notar que em relação a quantidade de evidenciações, os elementos que obtiveram maior média de evidencição foram os que apresentaram maior quantidade de evidenciações.

Tabela 4 – Elementos evidenciados nos RA's – quantidade de evidenciações

Empresas Estatais	Responsabilidade Corporativa	Prestação de Contas	Transparência	Equidade	Mercado de Capitais	Conselho de Administração	Padronização	Estrutura de Propriedade	Remuneração de Executivos	Total Por Estatal
SANEPAR	17	7	6	3	2	1	0	1	1	38
SABESP	15	9	7	1	2	0	1	0	1	36
COPEL	12	8	6	2	1	2	1	1	1	34
PETROBRÁS	9	12	9	1	0	0	1	0	1	33
COPASA MG	10	6	11	2	2	0	1	0	0	32
CELESC	13	5	3	2	2	2	1	3	0	31
CEEE D	11	7	6	0	2	0	1	1	1	29
CEMIG DIST	10	7	6	2	0	2	1	0	0	28
CEMIG GT	10	5	6	2	0	2	1	0	0	26
CASAN	9	6	4	2	0	0	0	2	0	23
<b>Total</b>	116	72	64	17	11	9	8	8	5	310

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Destarte, os elementos com maior número de citações nos relatórios foram a responsabilidade corporativa (116), prestação de contas (72) e transparência (64). Nota-se ainda que tanto na média de evidencição como na quantidade de evidenciações o princípio da equidade ocupa a 4ª posição, ou seja, os quatro princípios básicos de governança corporativa foram os elementos com maior média e quantidade de evidencição em comparação aos demais

elementos analisados. Esse resultado vai de encontro com a afirmação de Muritiba (2017) que o mercado de ações impõe que as companhias utilizem cada vez mais os princípios de GC, para a promoção de um melhor ambiente empresarial e diminuição dos riscos do investimentos.

O IBGC é referência nacional em governança corporativa, e em alinhamento com a Lei Sarbanes-Oxley, elenca como princípios básicos: responsabilidade corporativa, prestação de contas, transparência e equidade (CRISTÓVAM; BERGAMINI, 2019). Dessa forma, a aplicação de tais princípios no mercado de capitais é essencial devido possibilitar mais segurança aos investidores, promovendo mais interesse em investir por parte desses, ao saber que a empresa utiliza mecanismos de controle rígidos (MURITIBA, 2017).

O elemento com maior quantidade de evidências foi a responsabilidade corporativa, esse resultado pode ser relacionado com os achados de Said, Zainuddin e Haron (2009) que a variável mais significativa que influencia positivamente o nível de divulgação da responsabilidade social corporativa é a propriedade estatal, isso implica que quanto maior a participação do governo em uma empresa, maior o nível de divulgação da RSC.

Em contrapartida, os elementos com menor quantidade de evidências foram a padronização (8), estrutura de propriedade (8) e a remuneração de executivos (5). A pouca quantidade de evidências da padronização atribui-se ao método utilizado para averiguar esse elemento nos RA's. Segundo Doná *et al.* (2015) as formas de analisar a qualidade dos conteúdos das informações evidenciadas nos RA's são dispersas, e um dos padrões de referência existente são os itens obrigatórios de acordo com a Lei 6.404/76. Assim, para a empresa que evidenciou no RA três dos quatro itens obrigatórios da Lei das Sociedades por ações, atribuiu-se 1 para o elemento padronização, e a que evidenciou menos de três atribuiu-se 0. Esse método utilizado fez com que a quantidade de evidências do elemento padronização fosse apenas 1 para todas as empresas que o evidenciaram.

A padronização ou simetria de informações contidas nos relatórios da administração é importante, pois permite comparar as informações contidas nesse relatório entre as empresas que são obrigadas a divulgá-lo, além de proporcionar as partes interessadas informações relevantes. O parecer de orientação 15/87 emitido pela CVM, em 28 de dezembro de 1987, com o propósito de expor os itens obrigatórios, conforme a Lei 6.404/76 ou recomendados e os não obrigatórios e não recomendados de forma a reduzir a assimetria informacional (SOARES; PETERS; CIASCA, 2017).

Dessa forma, a assimetria informacional pode causar conflitos de interesses (BELO; BRASIL, 2006) e a padronização torna-se um elemento importante para amenizar tais conflitos. A ausência de assimetria nas informações tornam um mercado eficiente, uma vez que disponibiliza aos investidores informações necessárias para tomar suas decisões, resultando em uma precificação correta dos ativos (BELO; BRASIL, 2006).

É importante salientar que as empresas com maior quantidade de evidências são: SANEPAR (N2) (38), SABESP (NM) (36) e COPEL (N1) (34), todas pertencentes aos segmentos de listagem especiais da B3 S. A., e as com menor quantidade de evidências são exatamente as empresas que pertencem ao MT, CEMIG DIST (28), CEMIG GT (26) e CASAN (23). Esse resultado já era esperado, pois entende-se que as empresas que integram os segmentos de listagem diferenciados da B3 S. A. são impostas a aderir mais práticas de GC em relação as empresas que pertencem ao Mercado Tradicional, esse achado vai de encontro aos resultados de Sousa *et al.* (2021) e Conzatti, Besen e Serafim Júnior (2021) e ainda converge com os resultados da pesquisa de Dona *et al.* (2015) que constatou que o segmento de governança influencia no volume de informações contido nos relatórios da administração.

Constatou-se na prática, as deficiências dos relatórios da administração, tendo em vista que os relatórios analisados propiciaram informações particulares de cada empresa, e concediam um volume de conteúdos diversos, mas nem sempre as informações estavam estruturadas de forma que possibilitasse uma melhor compreensão por parte do usuário

(IGARASHI *et al.*, 2012), destaca-se que algumas informações são apresentadas de forma sucinta, esse procedimento de acordo com a CVM (1987) infringe a legislação e não é compatível com a conduta esperada de uma companhia de capital aberto, provocando a perda de uma grande oportunidade da empresa ser mais célebre e avaliada por seus *stakeholders*.

Essa constatação vai de encontro com a conclusão de Silva e Rodrigues (2010) apesar de existir normas relativas ao conteúdo do RA, esse até então não alcançou completamente sua finalidade informacional por não cumprir precisamente às recomendações dadas pelos órgãos competentes e por proporcionar informações insuficientes.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo analisar a evidenciação dos elementos de Governança Corporativa nos Relatórios de Administração das Empresas Estatais listadas na B3 S. A. no ano de 2019, integrantes do *ranking* das 50 Maiores Empresas Estatais do Brasil por receita líquida, disponibilizado pela Revista Exame Melhores e Maiores em 2019. Para isso recorreu-se a pesquisa descritiva, qualitativa e documental, utilizando como amostra dez EE's.

Assim como constatado em outras pesquisas, apesar do Novo Mercado ser considerado o mais alto nível de Governança Corporativa da B3 S. A., as empresas que mais evidenciaram elemento de GC não pertencem a esse segmento, mas sim ao segmento Nível 1 (COPEL com 100% de evidenciação) e Nível 2 (CELESC e SANEPAR ambas com 89% de evidenciação). Expondo que a listagem no segmento NM, supostamente o segmento com rigorosas exigências de adoção de práticas de GC não funciona de forma eficaz, e que as empresas buscam se listar nesse segmento apenas como uma forma de legitimação.

Nesse contexto, os resultados mostram que apenas uma empresa (COPEL) evidenciou em seu RA em 2019 todos os elementos de GC investigados por este estudo, um dado preocupante, tendo em vista que apesar de todas as companhias analisadas estarem listadas na B3 S. A. e impostas a aderirem a normatização da CVM e da Lei 6.404/76, e também a maioria dessas empresas (7) fazem parte dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da bolsa. E ainda, por se tratar de EE's, essas são impostas a normatizações adicionais como por exemplo a Lei das Estatais nº 13.303/16, Lei de Acesso à Informação nº 12.527/11 e a Lei Anticorrupção nº 12.846/13. Mas por outro lado, a menor média de evidenciação foi de 56% obtida pela empresa CASAN, média superior a 50% demonstrando que apesar da maioria das empresas (9) não apresentarem média de evidenciação de 100%, as estatais estão evidenciando em seus RA's elementos de GC.

Dessa forma, o presente estudo contribui para o avanço das discussões sobre o tema, no meio acadêmico; e no meio empresarial, proporciona informações aos órgãos reguladores do mercado de capitais para maior monitoramento da divulgação e qualidade das informações inclusas nos Relatórios de Administração.

Em aspectos gerenciais, apresentou uma alerta à gestão das empresas estatais em relação a adoção de práticas de GC e da qualidade da evidenciação das informações a respeito dessas nos relatórios econômico-financeiros e sua relevância para a ampliação da credibilidade da empresa no mercado. Ressalta-se que os resultados encontrados nesta pesquisa são confirmados por estudos empíricos anteriores, apresentando assim, um consenso na literatura acerca desta temática. Contudo, trata-se ainda de uma pesquisa incipiente, que necessita de um maior aprofundamento.

Quanto as limitações do estudo, pode-se destacar a falta de padronização das informações evidenciadas pelas empresas nos RA's, sendo necessária a releitura dos relatórios por várias vezes; a possibilidade das estatais possuírem a adoção de elementos de GC não evidenciados nos relatórios; a possibilidade de ocorrência de evidenciações nos relatórios não notadas pelo pesquisador, em virtude de desvio e subjetividade dos relatórios; o período de análise, onde foi analisado apenas o ano de 2019, dificultando uma maior análise e comparação

entre as companhias; a não realização de testes estatísticos para verificar relação entre maior evidência e maior desempenho; maior quantidade de itens evidenciados e aumento do valor no preço das ações das companhias; entre outras relações.

Destarte, como sugestão para futuras pesquisas, recomenda-se a aplicação do mesmo estudo utilizando outros demonstrativos financeiros, ampliando o lapso temporal para verificar a evolução da evidenciação, bem como o uso de variáveis que possam explicar a eficácia das práticas de Governança Corporativa adotadas pelas estatais.

## REFERÊNCIAS

ANDRÉS, L. A.; GUASCH, J. L.; AZUMENDI, S. L. **Governance in state-owned enterprises revisited: the cases of water and electricity in Latin America and the Caribbean**. Policy Research Working Paper 5747, The World Bank Latin American and the Caribbean Region Sustainable Development Unit. August 2011.

ÁLVARES, E.; GIACOMETTI, C.; GUSSO, E. **Governança corporativa: um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ALMEIDA, R. S.; KLOTZLE, M. C.; PINTO, A. C. F. Composição do conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. **Revista de Administração da UNIMEP**, v. 11, n. 1, p. 156-180, jan./abr. 2013.

BARBIERI, J. C.; CAJAZEIRA, J. E. R. **Responsabilidade social empresarial e empresa sustentável: da teoria à prática**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. **Corporate governance and control**. Bélgica: ECGI – Finance Working Paper n. 02/2002, 2002.

BELO, N. M.; BRASIL, H. G. Assimetria informacional e eficiência semiforte do mercado. **Revista de Administração de Empresas**, Minas Gerais, v. 46, n. SPE, p. 48-57, dez. 2006.

BORTOLI, D. C.; ORTH, C. O.; LERNER, A. F. Nível de *disclosure*: uma análise das notas explicativas das empresas listadas nos segmentos Tradicional e Novo Mercado da B3. **Práticas em Contabilidade e Gestão**, v. 7, n. 4, 2019.

BREY, N. K.; CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; MELLO, R. B. Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 1, p. 98-124, jan./fev. 2014.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **Relatório de certificação ao do Programa Destaque em Governança de Estatais**. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/b3/qualificacao-e-governanca/certificacoes/programa-estatais/](http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/certificacoes/programa-estatais/). Acesso em: 07 mai. 2021.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **Segmentos de listagem**. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/). Acesso em: 18 nov. 2020.

CABRAL, F. G. Os fundamentos políticos da prestação de contas estatal. **Revista de Direito Administrativo**, v. 270, p. 147-169, set./dez. 2015.

CAVALCANTE, R. B.; CALIXTO, P.; PINHEIRO, M. M. K. Análise de conteúdo: considerações gerais, relações com a pergunta de pesquisa, possibilidades e limitações do método. **Informação & Sociedade: Estudos**, v. 24, n. 1, p. 13-18, jan./abr. 2014.

COSTA, J. B. S.; NOGUEIRA, I. C. S. Análise da percepção dos gestores de uma instituição financeira sobre as práticas de governança corporativa. **Brazilian Journal of Development**, v. 6, n. 6, p. 33195-33215, jun. 2020.

CONZATTI, E. R.; BESEN, F. G.; SERAFIM JÚNIOR, V. Índice de Governança Corporativa em empresas listadas na B3. **ConTexto**, v. 21, n. 47, jan./abr. 2021.

CRISTÓVAM, J. S. S.; BERGAMINI, J. C. L. Governança corporativa na Lei das Estatais: aspectos destacados sobre transparência, gestão de riscos e *compliance*. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, v. 278, n. 2, p. 179-210, mai./ago. 2019.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação nº 15 - Procedimentos a serem observados pelas companhias abertas e auditores independentes na elaboração e publicação das demonstrações financeiras, do relatório da administração e do parecer de auditoria relativa aos exercícios sociais encerrados a partir de dezembro de 1987**, de 28 de dezembro de 1987. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare015.html>>. Acesso em 10 de maio de 2021.

DARMADI, S. Corporate governance disclosure in the annual report. **Humanomics**, v. 29 n. 1, p. 4-23, fev. 2013.

DONÁ, A. L.; MARQUES, K. C. M.; MORIBE, A. M.; HERCOS JUNIOR, J. B. Fatores Determinantes do Conteúdo Divulgado no Relatório de Administração de Empresas Brasileiras. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 11, n. 4, p. 82-106, out./dez. 2015.

FONTES FILHO, J. R.; ALVES, C. F. Mecanismos de Controle na Governança Corporativa das Empresas Estatais: Uma Comparação entre Brasil e Portugal. **Cadernos EBAPE.BR**, v. 16, n. 1, p. 1-13, jan./mar. 2018.

FONTES FILHO, J. R.; PICOLIN, L. M. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 42, n. 6, p. 1163-1188, nov./dez. 2008.

FREIRE, T. L. **Estudo sobre política de remuneração por desempenho em empresas brasileiras**. 2016. 47 f. Dissertação (Mestrado em Economia e Finanças) – Escola de Economia de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016.

FUNG, B. The demand and need for transparency and disclosure in corporate governance. **Universal Journal of Management**, v. 2, n. 2, p. 72-80, 2014.

GRØGAARD, B.; RYGH, A.; BENITO, G. R. G. Bringing corporate governance into internalization theory: State ownership and foreign entry strategies. **Journal of International Business Studies**, v. 50, n. 8, p. 1310-1337, 2019.

GUIMARÃES, S. F.; SILVA, A. L. C. Eleições e sucessão de CEOs em empresas estatais brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 22, n. SPE, p. 462-481, 2020.

IGARASHI, D. C. C.; CAMACHO, R. R.; IGARASHI, W.; ZANDONÁ, S. Análise do alinhamento entre as práticas de governança corporativa evidenciadas nos relatórios da administração: um estudo nas empresas do nível novo mercado da BM&FBovespa. **Revista Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 4, n. 2, mai./ago. 2012.

KLOTZLE, M. C.; COSTA, L. A. Governança corporativa e desempenho dos bancos no Brasil. **Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**, Recife, v. 4, n. 4, p. 243-252, set./dez. 2006.

KRAUTER, E. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, Brasília, v. 7, n. 3, p. 259-273, jul./set. 2013.

LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1–2, p. 3–27, jan. 2000.

- LUGOBONI, L. F.; DIAS, A. S.; NASCIMENTO, J. O.; ARAÚJO, J. A. O.; ZITTEI, M. V. M. Aspectos de governança corporativa nos relatórios de Administração de instituições financeiras. **Revista Eniac Pesquisa**, v. 7, n. 2, p. 182-205, jul./dez. 2018.
- LUZ, A. T. M.; PAGLIARUSSI, M. S.; TEIXEIRA, A. M. C.; BAPTISTA, E. C. Uma investigação sobre a relação entre atribuições em causa própria e governança corporativa. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 6, n. 2, p. 191-208, mai./ago. 2009.
- MIRANDA, K. F.; MELO, J. R.; MARTINS, O. S. Firms' legitimation through corporate governance and its association with risk and return in Brazil, **RAUSP Management Journal**, vol. 56, n. 1, p. 55-70, 2021.
- MIRANDA, R. A.; AMARAL, H. F. Governança corporativa e gestão socialmente responsável em empresas estatais. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 45, n. 4, p. 1069-1094, Jul./ago. 2011.
- MOURA, J. B. **Lei das estatais: Uma análise à luz das políticas de compliance**. 2019. 73f. Monografia (Graduação) – Curso de Direito, Centro Universitário 7 de Setembro, Fortaleza, 2019.
- MOTA, S. L.; PINTO, S. K. M. A utilização do *twitter* na análise do *disclosure* voluntário das empresas brasileiras com níveis diferenciados de governança corporativa. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 1, p. 22-38, jan./abr. 2017.
- MURITIBA, L. Interface entre a governança corporativa e as estatais: análise bibliométrica. **Revista de Direito UNIFACS–Debate Virtual**, n. 209, 2017.
- NASUTION, A. H.; NASUTION, B.; SAIDIN, O. K.; SUNARMI. Transparency of Information Disclosure in the Management of State-Owned Enterprises. In: International Conference on Law, Governance and Islamic Society (ICOLGIS), 413, 2020, Medan. **Anais eletrônicos...** Medan: ICOLGIS, 2020.
- OECD. Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**. Paris: OCDE Publishing, 2015.
- PARENTE, P. H. N.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Influência da Estrutura de Propriedade Horizontal e da Estrutura de Propriedade Piramidal na Governança das Maiores Empresas de Capital Aberto do Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 14, 2014, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 2014.
- PINTO, V. Governança Corporativa e Empresas Estatais: Recentes Avanços e Desafios. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 166/167, 2020.
- SAID, R.; ZAINUDDIN, Y. H.; HARON, H. The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies. **Social Responsibility Journal**, v. 5, n. 2, p. 212-226, 2009.
- SANTOS, B. L. S. **Divulgação de indicadores de governança corporativa: empresas brasileiras de energia elétricas estatais versus privadas**. 2014. 17f. TCC (graduação em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Fortaleza-CE, 2014.
- SILVA, C. A. T.; RODRIGUES, M. G. A relevância do relatório da administração. **Revista de Informação Contábil**, v. 4, n. 1, p. 41-56, jan./mar. 2010.

SILVA, W. G.; SILVA, J. A. S. N. Companhias Abertas Brasileiras: divulgação e confirmação dos conteúdos dos relatórios de administração. **Revista Científica BSSP**, Goiânia, v. 1, n. 1, fev./ago. 2020.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista eletrônica de administração**. Porto Alegre. Edição 61, vol. 14, n. 3, set./dez. 2008.

SIMPSON, S. N. Y. Boards and governance of state-owned enterprises. **Corporate Governance**, v. 14, n. 2, p. 238-251, 2014.

SOARES, A. M.; PETERS, M. R. S.; CIASCA, D. N. Evidenciação: índice de conformidade e evidenciação do relatório de administração das empresas de energia elétrica listadas no nível 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBovespa em 2016 em relação ao parecer de orientação 15/87 da CVM. **Revista Metropolitana de Governança Corporativa**, São Paulo, v. 2, n. 2, p. 03-18, jul./dez., 2017.

SOUZA, P. V. S.; DUQUE, A. P. O.; SILVA JUNIOR, D. S. Estrutura do plano de remuneração de executivos das companhias abertas do Brasil. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, Fortaleza, v. 14, n. 1, p. 135-162, jan./abr., 2016.

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, New York, v. 32, v. 1-3, p. 97-180, 2001.

VICENTE, Í. C. M.; BANNWART JÚNIOR, C. J. Consolidação de valores éticos nas empresas estatais e o combate à corrupção: práticas para efetivação de políticas socialmente responsáveis. **Revista de Direito Administrativo e Gestão Pública**, v. 3, n. 1, p. 41-61, jan./jun. 2017.

VILLAS-BÔAS, M. A. F. **Influência dos segmentos de listagem em indicadores de desempenho operacional de empresas brasileiras de capital aberto**. 2017. 108f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2017.

VITORIA, R.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. As Empresas Estatais Necessitam de um Fator de Prêmio de Risco? **Brazilian Business Review**, v. 17, n. 5, p. 488-505, set./out. 2020.