



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

ANTÔNIO CARLOS DE MOURA FELIX

**ANÁLISE DO IMPACTO DA LEI 13.303/2016 NO DESEMPENHO ECONÔMICO E
FINANCEIRO DE EMPRESAS ESTATAIS NO BRASIL**

Recife
2025

ANTÔNIO CARLOS DE MOURA FELIX

**ANÁLISE DO IMPACTO DA LEI 13.303/2016 NO DESEMPENHO ECONÔMICO E
FINANCEIRO DE EMPRESAS ESTATAIS NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Ciências
Contábeis da Universidade Federal de
Pernambuco, como requisito parcial para
obtenção do título de Bacharel em
Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Vinícius Gomes Martins

Recife

2025

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do programa de geração automática do SIB/UFPE

FELIX, Antônio Carlos de Moura.

Análise do Impacto da Lei 13.303/2016 no Desempenho Econômico e Financeiro de Empresas Estatais no Brasil / Antônio Carlos de Moura FELIX. - Recife, 2025.

69 p. : il., tab.

Orientador(a): Vinícius Gomes MARTINS

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de Pernambuco, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Ciências Contábeis - Bacharelado, 2025.

Inclui referências, apêndices, anexos.

1. Lei 13.303/2016. 2. Estatais. 3. Governança Corporativa. 4. Desempenho Econômico-Financeiro. 5. Difference-in-Difference. I. MARTINS, Vinícius Gomes. (Orientação). II. Título.

330 CDD (22.ed.)

ANTÔNIO CARLOS DE MOURA FELIX

**ANÁLISE DO IMPACTO DA LEI 13.303/2016 NO DESEMPENHO ECONÔMICO E
FINANCEIRO DE EMPRESAS ESTATAIS NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Ciências
Contábeis da Universidade Federal de
Pernambuco, como requisito parcial para
obtenção do título de Bacharel em
Ciências Contábeis.

Aprovado em: 15 / 08 / 2025

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Vinícius Gomes Martins (Orientador)
Universidade Federal de Pernambuco

Prof. Dr. Giuseppe Trevisan Cruz
Universidade Federal de Pernambuco

Prof. Dr. Mamadou Dieng
Universidade Federal de Minas Gerais

DEDICATÓRIA

À minha mãe, Edivania, que sempre acreditou em mim, vibrou por cada conquista e me apoiou em cada dificuldade.

AGRADECIMENTOS

Antes de qualquer coisa, meu mais profundo agradecimento vai para a minha mãe, Edivania, a quem também dedico este trabalho com todo o meu coração, sua simples presença, seu amor e sua força foram a base para toda a minha caminhada. À minha irmã Daniela, minha parceira que sempre esteve por perto como um ombro amigo nos dias difíceis e o sorriso pronto nas minhas conquistas. Obrigado por confiarem em mim.

Ao longo desses quase quatro anos de faculdade, vivi coisas que vão além do conhecimento acadêmico. Encontrei pessoas que chegaram como desconhecidos e hoje são parte essencial de quem me tornei. Antes de entrar na faculdade tinha um dúvida que me lembro bem: “Será que vou conseguir fazer amigos?”. Hoje, posso dizer com toda certeza: sim, e muito mais do que amigos, que moram comigo em cada lembrança boa que carrego desse período.

A vocês, Marianny, M^a Eduarda, Diane, Bruna, Lauderlando, Leticia, Mayara, Gabriel, Lucas e Júlia, minha eterna gratidão. Obrigado por cada risada, cada briga boba, cada momento de desespero, cada estudo de última hora e cada conversa que me salvaram e me ajudaram a seguir em frente. Sem vocês, essa faculdade teria sido bem mais difícil e com certeza menos divertida.

Aos professores que tive a sorte de encontrar nesta trajetória, Karina Campelo, Verônica Souto, Giuseppe Trevisan, Raphael Fraemam, Jeronymo Libonati e Vanessa Janiszewski, muito obrigado por dividirem seu conhecimento com dedicação, tornando a contabilidade algo vivo em mim. E um agradecimento especial ao professor Vinícius Gomes Martins, meu orientador, minha profunda admiração. Obrigado por acreditar em mim, por guiar meu trabalho e por abrir portas que se tornaram oportunidades incríveis.

Durante essa jornada, também tive a sorte de viver experiências profissionais que contribuíram muito para meu crescimento. À equipe da CBTU - Companhia Brasileira de Trens Urbanos, meu sincero obrigado por todo o aprendizado e pelas amizades construídas. Marcos, Veridiana, Erivaldo e Dilma, foi um prazer trabalhar com vocês. E à Qualicon, minha gratidão pelo conhecimento compartilhado e pelas amizades que nasceram ali.

Por fim, agradeço também aos familiares e amigos que, mesmo não citados aqui, torceram por mim. E claro que não posso esquecer do meu melhor amigo, Spyke, que me espera e recebe com alegria todos os dias.

Com amor e gratidão,
Antônio Felix

EPÍGRAFE

Coisas da Vida

Depois da estrada começa uma grande avenida

No fim da Avenida

Existe uma chance, uma sorte, uma nova saída

Qual é a moral? Qual vai ser o final dessa História?

Eu não tenho nada pra dizer, por isso digo

Eu não tenho muito que perder, por isso jogo

Eu não tenho hora pra morrer, por isso sonho.

Rita Lee

RESUMO

A promulgação da Lei 13.303/2016, conhecida como Lei das Estatais, teve o objetivo de fortalecer a governança corporativa nas empresas públicas brasileiras. Oito anos após sua implementação, esta pesquisa avalia os efeitos da Lei sobre o desempenho das estatais, com ênfase no retorno sobre ativos (ROA). Utiliza-se uma abordagem quase experimental, com métodos de Diferenças em Diferenças (*Diff-in-Diff*) e estudo de eventos (*event study*), aplicados a uma amostra de 72 empresas, sendo 20 estatais (tratamento) e 52 privadas (controle), no período de 2010 a 2022. Os resultados indicam que a Lei exerceu impacto positivo sobre o desempenho das estatais após sua vigência. Esse efeito se manteve robusto em diferentes especificações do modelo e mostrou-se coerente mesmo após controle por fatores externos, como a pandemia de COVID-19 e a crise econômica de 2015-2016. A análise dinâmica revelou que os efeitos começaram a se materializar gradualmente dois anos após a promulgação da Lei, refletindo o período de adaptação exigido para sua implementação. Adicionalmente, ao decompor o ROA, verificou-se que o impacto decorre exclusivamente do aumento no giro dos ativos. Isso sugere que a melhoria na rentabilidade foi impulsionada por ganhos de eficiência operacional. Os achados corroboram os objetivos da Lei 13.303/2016, indicando que suas exigências de governança contribuíram para a profissionalização da gestão e maior racionalização dos recursos nas estatais.

Palavras-chave: Lei 13.303/2016. Governança Corporativa. Desempenho. Estatais.

ABSTRACT

The enactment of Law No. 13,303/2016, known as the State-Owned Enterprises Law, aimed to strengthen corporate governance in Brazilian public companies. Eight years after its implementation, this study evaluates the effects of the Law on the performance of state-owned enterprises, with an emphasis on return on assets (ROA). A quasi-experimental approach is adopted, using Difference-in-Differences (Diff-in-Diff) and event study methodologies, applied to a sample of 72 companies, 20 state-owned (treatment group) and 52 private (control group), covering the period from 2010 to 2022. The results indicate that the Law had a positive impact on the performance of state-owned companies after its enactment. This effect remained robust across different model specifications and held even after controlling for external factors such as the COVID-19 pandemic and the 2015–2016 economic crisis. The dynamic analysis showed that the effects began to gradually materialize two years after the Law was passed, reflecting the adaptation period required for its implementation. Additionally, when decomposing ROA, the impact was found to stem exclusively from an increase in asset turnover. This suggests that the improvement in profitability was driven by gains in operational efficiency. The findings support the objectives of Law No. 13,303/2016, indicating that its governance requirements contributed to the professionalization of management and more efficient resource allocation in state-owned enterprises.

Keywords: Law 13.303/2016. Corporate governance. Performance. State-owned companies.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Princípios básicos de governança corporativa	27
Quadro 2 - Modelos de governança corporativa	29
Quadro 3 - Inovações da Lei 13.303/2016	36
Quadro 4 - Principais indicadores Econômico-Financeiros	39
Quadro 5 - Nomes e setor Econômico das Estatais de acordo com o TRBC	43
Quadro 6 - Número de observações por ano na amostra final	44
Quadro 7 - Método DID	47
Quadro 8 - Nomes e Setores das Empresas não Estatais Analisadas	68

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Variáveis de interesse (2010-2016)	51
Tabela 2 - Setor e Segmento de listagem das Observações (2010-2016)	52
Tabela 3 - Impactos da Lei no ROA em diferentes modelos de estimação	53
Tabela 4 - Impactos da Lei no ROA após período de implementação plena	55
Tabela 5 - Impacto da Lei na Margem de Lucro e no Giro dos Ativos	57
Tabela 6 - Impactos heterogêneos da Lei das Estatais por setor econômico	59
Tabela 7 - Impacto da Lei das Estatais em um teste de robustez	61

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Método DID graficamente	48
Figura 2 - Impacto da Lei das Estatais ao longo dos anos	56

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Art	Artigo
B3	Brasil, Bolsa e Balcão
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DID	<i>Difference-in-Difference</i>
EEs	Empresas Estatais
EPS	<i>Earnings per Share</i>
EUA	Estados Unidos da América
FGV	Fundação Getúlio Vargas
G20	Grupo dos Vinte
IBCA	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
LPA	Lucro por Ação
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ROA	Retorno sobre Ativos
ROE	Retorno sobre Patrimônio Líquido
ROI	Retorno sobre Investimento
SAs	Sociedades Anônimas
SEST	Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais
TRBC	<i>The Refinitiv Business Classification Sector</i>

LISTA DE SÍMBOLOS

% Porcentagem

© Copyright

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	16
1.1 Contextualização e Justificativa.....	16
1.2 Objetivos.....	20
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	21
2.1 Teoria da Agência.....	21
2.2 Governança Corporativa.....	25
2.3 Lei nº 13.303/2016 (Lei das Estatais).....	34
2.4 Desempenho Econômico-Financeiro.....	38
3 METODOLOGIA.....	42
3.1 Seleção da Amostra e Coleta de Dados.....	42
3.2 Variáveis da Pesquisa.....	44
3.3 Método Difference-in-Difference.....	46
3.4 Event Study.....	49
4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS.....	51
4.1 Efeito da Lei das Estatais no Desempenho.....	52
4.2 Análise dos Possíveis Mecanismos.....	57
4.3 Análise das Heterogeneidades.....	59
4.4 Teste de Robustez.....	60
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	62
REFERÊNCIAS.....	64
APÊNDICE.....	68

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e Justificativa

Promulgada em 30 de junho de 2016, a Lei nº 13.303, conhecida como Lei das Estatais, marcou um avanço significativo no aprimoramento da governança corporativa e na gestão das empresas estatais brasileiras. Tal legislação surgiu da necessidade de modernizar a administração dessas empresas, especialmente considerando o expressivo número de estatais brasileiras, muitas das quais são de capital misto, com ações negociadas na bolsa de valores, o que exige elevados padrões de transparência e eficiência para atrair e manter a confiança de investidores e da sociedade.

As empresas estatais desempenham um papel estratégico na economia brasileira desde o século XX, atuando em setores como energia, infraestrutura e recursos naturais. No entanto, ao longo das décadas, enfrentam desafios relacionados à gestão e à governança, os quais podem ser explicados pela teoria da agência. Tais problemas acabaram resultando em crises de credibilidade, como os escândalos revelados pela Operação Lava Jato, que evidenciou falhas graves nos mecanismos de controle interno e de gestão, junto aos robustos esquemas de corrupção. Esses episódios não apenas comprometeram a imagem do Brasil no cenário empresarial, tanto nacional quanto internacional, como também ressaltaram a urgência na criação de medidas para resgatar a confiança do mercado e da população. Com isso, a Lei 13.303/2016 foi criada, servindo como uma resposta direta a tais escândalos.

Dessa forma, para alcançar o objetivo de aprimorar a gestão nas empresas estatais brasileiras, a Lei nº 13.303/2016 introduziu uma série de normativas, com foco especial na adoção de práticas de governança corporativa. Tais práticas, já presentes no setor privado, ainda eram pouco desenvolvidas no âmbito público, evidenciando assim a necessidade de um alinhamento de gestão. A governança corporativa, nesse contexto, refere-se ao conjunto de regras, processos e estruturas que orientam a administração de uma empresa, assegurando transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Além disso, engloba

aspectos como ética, sustentabilidade e o alinhamento aos interesses de todas as partes envolvidas.

À luz da teoria da agência, a Lei nº 13.303/2016 pode ser compreendida como um instrumento destinado a mitigar os conflitos de interesse entre os agentes (gestores e administradores) e os principais (proprietários). Tais conflitos se intensificam no contexto das empresas públicas, onde a dispersão do controle acionário e a forte influência política frequentemente fragilizam a eficiência da gestão. Nesse sentido, ao impor regras mais rígidas de governança, transparência e responsabilização, a Lei busca reduzir assimetrias de informação, minimizar custos de agência e, conseqüentemente, impactar positivamente o desempenho dessas organizações.

Com isso, diante dos esforços para enfrentar a crise nas estatais, intensificados em 2016 com a criação da Lei, torna-se oportuno examinar seu impacto ao longo desses anos. Visto que, assuntos ligados a corrupção em estatais ainda se fazem presentes nos dias atuais, sendo essencial questionar se a Lei se faz eficaz, após decorridos oito anos desde sua implementação, e se as mudanças ocorridas nesse espaço de tempo podem garantir melhorias significativas ou se novas adaptações são necessárias.

Nesse sentido, analisar a efetividade dessa legislação também é motivada pela necessidade de compreender como o Brasil busca, por meio da Lei 13.303/2016, aprimorar práticas de governança e transparência em suas empresas estatais, algo parecido ao que ocorreu em outros países, como a criação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), sancionada nos Estados Unidos em 2002, após escândalos financeiros de grande repercussão, como os casos Enron e Arthur Andersen. Assim como a SOX buscou restabelecer a confiança dos investidores e fortalecer mecanismos de controle e auditoria nas corporações americanas, a Lei 13.303/2016 representa, no âmbito nacional, uma tentativa de responder a crises de credibilidade e de estruturar bases mais sólidas de governança no setor público.

Embora a Lei nº 13.303/2016 representa um marco regulatório relevante, ainda existem dúvidas sobre sua efetividade prática na melhoria do desempenho das estatais. Grande parte das pesquisas anteriores concentrou-se em aspectos normativos ou de governança formal, mas há uma lacuna quanto à avaliação

empírica de seus reflexos nos resultados contábeis e financeiros dessas organizações. Nesse sentido, torna-se pertinente investigar de forma sistemática se as mudanças promovidas pela legislação produziram efeitos concretos sobre a eficiência e a rentabilidade das empresas estatais.

Desta maneira, a pesquisa buscou analisar o impacto da Lei 13.303/2016 no desempenho econômico e financeiro das empresas estatais brasileiras, considerando que a mesma se concentrou em três pilares principais: (1) a estrutura societária, com a definição clara de papéis e responsabilidades dos acionistas e gestores; (2) a governança corporativa, com a adoção de práticas como conselhos independentes e políticas de transparência; e (3) as licitações e contratos, com regras mais rígidas para evitar desvios e garantir eficiência na alocação de recursos.

Para atingir o objetivo da pesquisa, foi adotada uma estratégia de desenho quase experimental, utilizando a técnica de diferenças em diferenças (Diff-in-Diff). Essa abordagem permite identificar evidências causais relacionadas à implementação da referida Lei nos resultados de desempenho das empresas estatais. O estudo analisou períodos anteriores e posteriores à promulgação da Lei, comparando também os dados entre empresas públicas e privadas, além do uso do método de estudo de eventos. O objetivo foi verificar se as mudanças observadas foram de fato impulsionadas pela implementação da Lei ou se refletem tendências gerais do mercado.

O desenvolvimento desta pesquisa pode ser justificado por alguns motivos como: Compreender como a efetividade dessa legislação pode ter implicações diretas na eficiência e na governança das empresas estatais, que desempenham um papel fundamental na economia do país. E compreender como as medidas de governança corporativa e gestão introduzidas pela Lei das Estatais afetaram o desempenho dessas organizações, o que, por sua vez, pode ser relevante para revelar o efeito das políticas públicas na promoção de uma gestão mais responsável e eficiente dos recursos públicos.

Espera-se que a análise revele um impacto positivo da Lei 13.303/2016 no desempenho econômico e financeiro das empresas estatais, especialmente em indicadores como rentabilidade, eficiência operacional e transparência. No entanto, também se busca identificar possíveis limitações ou áreas que ainda demandam

aprimoramento. Os resultados desta pesquisa podem subsidiar a formulação de políticas públicas e práticas de gestão, contribuindo para a melhoria contínua das empresas estatais e a promoção de um ambiente de negócios mais transparente e eficiente no Brasil.

Este estudo contribui para o fortalecimento do ambiente de negócios no Brasil, ao identificar práticas que promovam a competitividade e a sustentabilidade das empresas estatais, essenciais para o desenvolvimento econômico do país. Por meio da análise dos resultados financeiros e operacionais dessas organizações antes e depois da implementação da lei, o estudo fornece informações para gestores públicos, reguladores e demais stakeholders sobre os efeitos das políticas de governança e gestão no desempenho empresarial. Assim, esta investigação é relevante não apenas para as empresas estatais, mas também para o setor empresarial brasileiro como um todo, oferecendo informações valiosas para gestores e investidores.

É importante destacar que diversos estudos anteriores já estudaram os efeitos da Lei 13.303/2016. Como Fontes Filho em 2018, que analisou a governança corporativa nas empresas estatais diante da nova legislação, e Ribas e Blanchet, que em 2020 investigaram os impactos da norma sob a ótica da governança corporativa. Diferentemente dessas abordagens, esta pesquisa se propõe a avançar na análise ao explorar o impacto da legislação a partir de indicadores econômico-financeiros, examinando como a lei influencia diretamente o desempenho evidenciado pelos dados contábeis dessas empresas. Dessa forma, busca-se oferecer uma contribuição complementar à literatura, ampliando a compreensão sobre os efeitos da Lei das Estatais para além do campo normativo e institucional.

Este trabalho está organizado em cinco capítulos, além da introdução têm-se o segundo capítulo que aborda o referencial teórico, incluindo temas como a Teoria da Agência, Governança Corporativa e a Lei das Estatais. O terceiro capítulo detalha a metodologia, enquanto o quarto apresenta os resultados e discussões. Por fim, o quinto capítulo traz as considerações finais, sintetizando os principais achados da pesquisa.

1.2 Objetivos

Objetivo Geral: Analisar o impacto da Lei 13.303/16 no desempenho das empresas estatais brasileiras.

Objetivos Específicos:

1. Compreender os dispositivos introduzidos pela Lei das Estatais capazes de impactar as práticas de gestão e governança das empresas.
2. Definir uma estratégia metodológica quase experimental que forneça evidências do efeito causal da Lei no desempenho das empresas estatais.
3. Identificar um grupo de controle que representa um contrafactual adequado para as empresas estatais, garantindo a validade da técnica de diferenças em diferenças.
4. Explorar mecanismos que possam explicar os potenciais efeitos observados.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Para compreender o impacto da Lei nº 13.303/2016, no desempenho das empresas estatais brasileiras, é essencial explorar os fundamentos teóricos que contextualizam o ambiente no qual esta pesquisa está inserida. Este capítulo tem como objetivo apresentar os principais conceitos e discussões que sustentam a análise do impacto dessa legislação, considerando aspectos que abrangem questões de teoria da agência e governança corporativa até o modo de compreender o desempenho econômico-financeiro dessas organizações. Esse percurso teórico não apenas estrutura a compreensão do tema, como também destaca a relevância da pesquisa para a sociedade, dado a importância do papel das estatais na economia e no uso do dinheiro público.

2.1 Teoria da Agência

Um dos grandes desafios na administração de empresas, sejam elas públicas ou privadas, é lidar com os conflitos de interesses advindos dos gestores e dos proprietários da organização, sendo, no caso das estatais, o governo. Segundo Bianchi e Nascimento (2005) e Assunção, Luca e Vasconcelos (2016), empresas de menor porte tendem a ser administradas por seus próprios proprietários, mas, à medida que crescem e se tornam mais complexas, delegam o seu controle a gestores especializados. Os autores ainda colocam que, empresas maiores, mais antigas e com maior volume de negócios requerem mais aperfeiçoamento dos mecanismos de controle, como a adoção de práticas de governança corporativa, pois, os conflitos de interesse tendem a ocorrer em organizações com uma alta dispersão ou alta concentração acionária.

Autores como Nassiff e Souza (2013) argumentam que, frequentemente, os gestores tendem a priorizar seus próprios objetivos pessoais, como aumento de salários, bônus e prestígio, enquanto os proprietários ou acionistas visam o crescimento sustentável e a valorização da empresa. Essa divergência de interesses, por sua vez, prejudica a tomada de decisões estratégicas, desviando o foco dos objetivos principais da organização. No caso das estatais brasileiras, essa situação ocorre de forma distinta, pois não há um proprietário individual, mas sim o Estado.

Para compreender tais conflitos e a importância da adoção das práticas de governança corporativa, tem-se a Teoria da Agência, desenvolvida inicialmente por Jensen e Meckling (1976), a teoria oferece uma base teórica que analisa a relação entre agentes (gestores) e principais (proprietários). Segundo os autores, uma relação de agência é estabelecida como uma espécie de contrato no qual os principais delegam aos agentes o poder de decisão para realizar um serviço em seu nome. No entanto, se ambas as partes buscam maximizar seus próprios interesses, o agente nem sempre irá atuar em agrado aos objetivos do principal, pois cada parte tende a tomar decisões que priorizam seus próprios benefícios.

Para Eisenhardt (1989), “a teoria da agência analisa os conflitos entre os principais e os agentes, considerando que os interesses dos primeiros nem sempre estão alinhados aos dos administradores.” A autora destaca que a teoria busca resolver dois problemas principais: o primeiro é a divergência de desejos ou objetivos entre principal e agente, tornando difícil ou custoso para o principal monitorar as ações do agente; o segundo é o compartilhamento de risco, já que principal e agente podem preferir ações distintas devido às suas diferentes tolerâncias ao risco.

Jensen e Meckling (1976) afirmam que, de maneira geral, é impossível para o principal eliminar totalmente as divergências de interesse sem custos. Para isso, é necessário incorrer em custos de monitoramento, cujo objetivo é limitar as atividades irregulares dos agentes. Os autores definem o *agency cost* como a soma de três componentes:

- 1) as despesas de monitoramento realizadas pelo principal;
- 2) os custos com a concessão de garantias contratuais assumidos pelo agente;
- 3) o custo residual.

Ao observar a definição da teoria da agência, por parte desses autores, percebe-se que uma das principais causas dos conflitos destacadas pela Teoria da Agência é a assimetria de informações. Isso ocorre quando uma das partes da transação não possui informações suficientes para verificar o cumprimento do contrato ou avaliar o desempenho das partes. Sendo assim, a solução mais eficaz

para reduzir a assimetria de informações e mitigar os problemas de agência é a adoção de sistemas de governança corporativa. (Bianchi e Nascimento, 2005)

No contexto das estatais, a teoria da agência apresenta características um pouco distintas, já que, como mencionado, o governo atua como principal e a administração é sempre delegada a gestores externos, cuja seleção é frequentemente influenciada por critérios políticos. Essa dinâmica, por sua vez, pode agravar os conflitos de interesse. Fontes Filho e Alves (2017) apontam que as empresas estatais, em geral, não têm como objetivo principal a obtenção de lucro, pois buscam atender a outros propósitos, como a prestação de serviços essenciais à população, com exceção daquelas com participação de sócios privados.

Segundo os autores, ao contrário das empresas privadas, as estatais possuem múltiplos objetivos para satisfazer diversos stakeholders, entretanto essa multiplicidade de metas pode acabar gerando concorrência entre elas, dificultando a avaliação do desempenho tanto da empresa quanto de seus gestores. Além disso, Fontes Filho e Alves (2017) destacam que os conflitos de interesse nas estatais apresentam nuances mais complexas, como a sujeição dos administradores à instabilidade dos acordos e coalizões políticas, limitações na remuneração e políticas de incentivos variáveis. Soma-se a isso a interferência política na gestão, que pode incluir a absorção de custos relacionados a políticas públicas, tornando ainda mais desafiadora a análise dos resultados da empresa e da atuação dos administradores.

Para Przeworski (2003), o problema de agência nas empresas estatais abrange três relações principais: entre cidadãos e políticos eleitos; entre políticos e burocratas; e entre o estado e os agentes econômicos. Essa configuração é distinta das empresas privadas, onde a relação se concentra na relação agente-principal. O autor ressalta que essas múltiplas interações intensificam o problema de agência nas estatais, devido à complexidade no alinhamento entre os interesses dos cidadãos e a máquina pública responsável por implementar as políticas e decisões.

Przeworski (2003) também explica que a relação agente-principal entre políticos eleitos e cidadãos é única, sem equivalente no setor privado. Nesse contexto, os cidadãos detêm a soberania, sendo, portanto, os principais em relação aos políticos que elegem. Contudo, como o estado é o instrumento com poder de

coerção, os agentes (no caso, os políticos) acabam decidindo as regras às quais os principais devem obedecer. Assim, mesmo que os cidadãos sejam tecnicamente superiores, na prática, são os legisladores que controlam o sistema. Essa dinâmica evidencia a complexidade do problema de agência no setor público, onde as relações são mais amplas e multifacetadas em comparação ao setor privado.

Além disso, outro problema relevante identificado pela teoria da agência é a presença do acionista minoritário, um desafio observado tanto em estatais quanto em empresas privadas. Segundo Bedicks (2008), o conflito de agência mais comum ocorre entre acionistas controladores e minoritários. A autora cita como exemplo as organizações nos Estados Unidos, onde, à medida que a propriedade é pulverizada entre diversos acionistas, há um risco maior de expropriação de riqueza dos acionistas por parte dos gestores. No caso das estatais, esse problema pode ser ainda mais pronunciado devido à interferência política e à dificuldade em equilibrar interesses econômicos e sociais, agravando os desafios de governança e supervisão.

Loch et al. (2019) destacam que, em empresas estatais, a influência dos acionistas minoritários é diretamente proporcional à sua participação acionária, já que esses investidores frequentemente recebem pouca informação e são ignorados nas principais decisões corporativas. Os autores apontam que, nas empresas onde o governo é o acionista majoritário, há uma maior propensão à interferência política, com políticos utilizando essas organizações como instrumentos para direcionar recursos em benefício de seus planos e agendas.

Com isso, uma abordagem para mitigar esses problemas é a implementação de práticas de governança corporativa. No contexto das estatais brasileiras, a Lei nº 13.303/2016, conhecida como Lei das Estatais, foi criada com o objetivo de promover essas práticas e enfrentar desafios relacionados à gestão, transparência e eficiência. Estabelecendo critérios técnicos para a nomeação de dirigentes e introduzindo mecanismos para aumentar a responsabilidade e o controle sobre a gestão dessas empresas.

Estudos recentes têm explorado o impacto das práticas de governança corporativa no desempenho e na transparência das estatais brasileiras. Como exemplo, a pesquisa realizada por Ludícibus e Albuquerque em 2021, que analisou a

adesão de normas de governança corporativa impostas pela lei 13.303/2016 em empresas e estatais, que acabou constatando que a adoção dessas práticas interferiu positivamente nas práticas de transparência.

2.2 Governança Corporativa

O termo governança corporativa pode ser definido de várias formas devido à sua ampla disseminação em diferentes disciplinas. Entretanto, sua popularização não acompanhou com clareza o seu significado (Miranda e Amaral, 2011). Silva (2018) defende que não há uma definição única e precisa para governança corporativa, pois sistemas de governança corporativa utilizados em países desenvolvidos são resultado de um processo histórico que se consolidou ao longo de anos, enquanto os de países em desenvolvimento, experimentam formas mais simplificadas de governança.

Para Babic (2003), a governança corporativa, em seu sentido mais restrito, é vista como um conjunto de acordos internos que define a relação entre proprietários e gestores de uma corporação. A autora enfatiza a importância da governança corporativa para o desenvolvimento nacional, destacando seu papel essencial em promover o aumento do fluxo financeiro para empresas situadas em países em desenvolvimento.

Babic (2003) explica também que as discussões sobre governança corporativa se tornaram um tópico de debate político mundial nas décadas de 1980 e 1990, impulsionadas por eventos como o papel e a responsabilidade dos conselhos de administração, a influência crescente dos investidores institucionais e as controvérsias em torno da remuneração de executivos-chefes. A autora destaca que a pesquisa sobre governança corporativa abrange várias disciplinas, incluindo finanças, gestão estratégica, sociologia e ciência política. Contudo, o desenvolvimento dessas áreas varia de acordo com a economia de mercado em que estão inseridas. Em países desenvolvidos, o sistema de governança corporativa foi construído ao longo de séculos, enquanto, em economias em transição, sua implementação enfrenta dificuldades decorrentes de deficiências no desenvolvimento econômico e institucional.

Já para Bianchi e Nascimento (2005), a governança corporativa surgiu nos EUA como resposta à dispersão do capital e à independência dos administradores, o que gerou questionamentos sobre a necessidade de limites para a atuação dos gestores. Os autores ainda discorrem que a governança corporativa surgiu com objetivo de fortalecer o mercado acionário, buscando minimizar conflitos de interesse entre acionistas, administradores e demais agentes da empresa, funcionando como uma espécie de um conjunto de mecanismos para monitorar a gestão e alinhar os interesses da administração aos dos proprietários através de práticas de controle.

Para explicar o tema governança corporativa, Cristóvam e Bergamini (2019) remontam à sua origem, que segundo os autores ocorreu com o desenvolvimento das grandes corporações americanas na década de 1930 e, conseqüentemente, com a pulverização do capital. Esse fenômeno revelou a dissociação entre propriedade do capital e gestão/controle, o que gerou o já conhecido conflito de agência. Os autores destacam que o principal motivo para a implementação da governança corporativa advém de uma série de escândalos envolvendo fraudes contábeis, sonegação e desvios estratosféricos, resultantes da falta de boas práticas de gestão. Ademais, Cristóvam e Bergamini (2019) afirmam que a governança corporativa pode ser entendida como “o sistema ou conjunto de regras de controle e direção ao qual é submetida uma determinada organização empresarial.”

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), explica em sua cartilha (2002), que governança corporativa é "o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores". De acordo com SOUZA, BAUER e COLETTI (2019), tais práticas começaram a ser implementadas no Brasil em 1990, ganhando impulso com a fundação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que mais tarde se transformou no atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

Para o IBGC, a governança corporativa é um sistema que direciona como as organizações são administradas e supervisionadas, com o objetivo de criar valor sustentável para a empresa, seus acionistas e a sociedade como um todo. O IBGC fundamenta a Governança Corporativa em quatro princípios básicos: Transparência, Equidade, Prestação de Contas (*Accountability*) e Responsabilidade Corporativa.

Esses princípios evidenciam o compromisso com a geração de riquezas e benefícios para todas as partes interessadas na empresa, destacando a importância da governança corporativa na gestão eficiente e eficaz das organizações (Souza, Bauer e Coletti, 2019). O Quadro 1, apresentado a seguir, explora as conceituações do IBGC acerca dos quatro princípios de governança corporativa propostos pelo mesmo:

Quadro 1 – Princípios básicos de governança corporativa

PRINCÍPIOS	CONCEITUAÇÕES
Transparência	Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização.
Equidade	Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (<i>stakeholders</i>), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.
Prestação de Contas (<i>accountability</i>)	Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.
Responsabilidade Corporativa	Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos

Fonte: Autor (2025); Governança Corporativa, Princípios Básicos (IBGC)

No âmbito internacional, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), em 2016, diferente do IBGC, estabeleceu, por meio de reuniões e mesas redondas com representantes dos países do G20, seis princípios de governança corporativa destinados a auxiliar os formuladores de políticas públicas. O objetivo desses princípios é apoiar a eficiência econômica, promover o crescimento sustentável e garantir a estabilidade financeira. Para a OCDE (2016), a governança corporativa deve seguir os seguintes princípios:

I) Assegurar a base para um enquadramento efetivo da governança corporativa:

A estrutura de governança deve promover mercados transparentes e justos, além de assegurar a alocação eficiente de recursos. Deve ser consistente com o estado de direito e proporcionar supervisão e aplicação eficazes.

II) Direitos e tratamento paritário dos acionistas e funções principais da propriedade:

A estrutura de governança deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas, garantindo tratamento equitativo, incluindo aos acionistas minoritários e estrangeiros. Além disso, deve assegurar que todos os acionistas tenham acesso a compensações efetivas em caso de violação de seus direitos.

III) Investidores institucionais, mercados de ações e outros intermediários:

A estrutura de governança deve oferecer incentivos sólidos ao longo de toda a cadeia de investimentos, além de possibilitar que os mercados acionários operem de forma a contribuir para uma governança corporativa eficaz.

IV) O papel dos *stakeholders*:

A estrutura de governança deve reconhecer os direitos dos stakeholders estabelecidos por lei ou por acordos mútuos. Além disso, deve estimular a cooperação ativa entre as empresas e seus stakeholders, promovendo a criação de riqueza, a geração de empregos e a sustentabilidade financeira das corporações.

V) Divulgação de informações e transparência:

A governança corporativa deve assegurar a divulgação precisa, oportuna e completa de informações relevantes sobre a empresa, incluindo sua situação financeira, desempenho, estrutura acionária e práticas de governança.

VI) Responsabilidades do conselho:

A estrutura de governança deve garantir a orientação estratégica da empresa, a supervisão eficaz da equipe de gestão pelo conselho e a responsabilização do conselho perante a sociedade e seus acionistas.

Tais definições de governança corporativa, junto aos seus princípios, destacam o papel essencial da governança na promoção da eficiência, seja por meio

da alocação estratégica de recursos ou pela redução de custos. Além disso, ela é fundamental para atrair investimentos e impulsionar o crescimento econômico sustentável. Sua importância se torna ainda mais evidente em economias em transição e em países com estruturas de propriedade concentrada, como o Brasil, onde os conflitos de interesse entre acionistas majoritários e minoritários são especialmente acentuados (Silva, 2018; Babic, 2003). A implementação de boas práticas de governança não apenas fortalece a confiança dos investidores, mas também contribui para a credibilidade dos mercados e o progresso econômico.

Como mencionado anteriormente, as definições e aplicações da governança corporativa variam significativamente entre os países, reflexo da ampla disseminação do tema. Essa diversidade levou à classificação das práticas de governança em vários modelos distintos, conforme proposto por Bertucci, Bernardes e Brandão (2005). Os autores em identificaram quatro tipos de modelos em sua pesquisa, que estão detalhados no quadro a seguir:

Quadro 2 – Modelos de governança corporativa

MODELOS	DEFINIÇÕES
Financeiro	O modelo financeiro de governança corporativa aborda o conflito de agência entre proprietários (acionistas) e administradores, que surge devido à separação entre propriedade e controle, característica das corporações modernas. É baseado na teoria de agência e discute como interesses divergentes podem levar gestores a priorizarem seus objetivos, em detrimento dos interesses dos proprietários.
Públicos Relevantes (Stakeholders)	O modelo dos públicos relevantes (<i>stakeholders</i>) foca na necessidade de as corporações considerarem os interesses e direitos de diferentes grupos impactados por suas atividades, como acionistas, empregados, clientes e fornecedores. Este modelo enfatiza que a sobrevivência empresarial depende da capacidade dos gestores de gerar valor para esses grupos, incorporando princípios éticos e morais.
Político	O modelo político de governança corporativa destaca a influência mútua entre corporações, políticas públicas e o contexto institucional na alocação de poder entre proprietários, administradores e <i>stakeholders</i> . Este modelo reflete a interação dinâmica entre mercados e instituições políticas, especialmente no contexto anglo-saxão de governança corporativa.
Procuradoria	O modelo de procuradoria aborda a relação de confiança entre proprietários (acionistas) e administradores, enfatizando que os gestores e conselheiros devem atuar como procuradores responsáveis pela maximização da riqueza dos acionistas. Este modelo destaca a importância de uma governança transparente e orientada ao sucesso organizacional em contextos econômicos complexos.

Fonte: Autor (2025); Bertucci, Bernardes e Brandão (2005)

Para Miranda e Amaral (2011) e Lethbridge (1997), os modelos de governança corporativa são reduzidos a apenas dois principais: o modelo anglo-saxão, predominante nos Estados Unidos e Reino Unido, e o modelo nipo-germânico, presente no Japão e Alemanha. Os autores explicam que, no modelo anglo-saxão, a propriedade acionária tende a ser mais dispersa, com aproximadamente 10% do capital controlado pelos cinco maiores investidores, enquanto no modelo nipo-germânico, a concentração é significativamente maior, variando entre 40% e 70% na mão dos cinco maiores investidores. Essa diferença no grau de concentração acionária influencia diretamente os mecanismos de monitoramento e a adaptação das práticas de governança para o cumprimento dos objetivos da empresa.

Babic (2003) explica que, em economias desenvolvidas, como as descritas nos dois últimos modelos de governança corporativa, coexistem dois sistemas principais: o insider e o outsider. No sistema insider, predominante no modelo nipo-germânico, onde o mercado de ações é menos desenvolvido, as empresas possuem investidores com maior poder e incentivo para monitorar a gestão de perto. Essa estrutura reduz o risco de má gestão e fraude, já que os investidores mantêm seus investimentos por longos períodos, favorecendo decisões estratégicas voltadas à saúde da empresa. No entanto, pode haver falhas de governança, como expropriação de ativos e decisões que beneficiam interesses pessoais em detrimento de acionistas minoritários, produtividade e acesso a capital. Por outro lado, o sistema outsider, característico do modelo anglo-saxão, é marcado pela dispersão acionária, com muitos investidores detendo pequenas participações. Nesse cenário, os pequenos acionistas têm pouco incentivo para monitorar a gestão, transferindo essa responsabilidade para os conselhos administrativos, que devem fiscalizar e controlar as atividades dos gestores.

É válido ressaltar que o pensamento desses autores reflete a realidade em empresas privadas, quando olhamos para as estatais o assunto tende a ser um pouco diferente. Autores como Grosman, Okhmatovskiy e Wright (2015) explicam que a prática de aplicar a governança corporativa em empresas estatais tende a ser mais complexa quando comparada a empresas privadas. Isso ocorre porque existe a figura do Estado como controlador empresarial, faltando a clareza na definição de

quem é proprietário final, além da possibilidade do conflito de interesses quando o Estado é tanto proprietário quanto regulador da mesma empresa.

Entretanto, a governança corporativa desempenha, nas empresas estatais, assim como nas empresas privadas, um papel fundamental na avaliação e aprimoramento do desempenho, pois "a governança corporativa aplicada ao setor público busca minimizar as possibilidades de o governo fazer jus das Empresas Estatais em benefícios próprios, bem como para obter ganhos políticos em detrimento ao retorno do capital" (CUNHA; FREITAS; ARAÚJO, 2020).

Tristão e Fuchs (2023) explicam que a governança corporativa tem ganhado destaque como uma ferramenta para prevenir escândalos corporativos, especialmente no setor privado. Contudo, o tema também tem relevância no setor público, onde, nas empresas públicas, é essencial adotar um posicionamento que equilibre a geração de lucro para o proprietário (Estado) e a criação de riqueza para o agente (sociedade). Essa dinâmica exige uma definição clara de responsabilidades e um entendimento profundo das relações entre as partes interessadas e os gestores dos recursos, visando a entrega de resultados efetivos. Os autores destacam ainda que a maioria das práticas de governança corporativa aplicadas ao setor público advém, em alguns aspectos, das normas adotadas no setor privado, e que apesar dos avanços recentes, como a publicação das diretrizes da OCDE sobre governança corporativa em empresas estatais, o tema ainda está em um estágio inicial de desenvolvimento quando comparado ao setor privado.

As diretrizes da OCDE sobre governança corporativa consistem em recomendações aos governos para garantir que as empresas estatais operem de maneira eficiente, transparente e responsável. Essas diretrizes, segundo a OCDE (2015) complementam os princípios já mencionados anteriormente e são organizadas em seis categorias, descritas no a seguir:

I: JUSTIFICATIVAS DA PROPRIEDADE ESTATAL

O Estado exerce a propriedade das EEs no interesse público em geral. Ele deve avaliar cuidadosamente e divulgar os objetivos que justificam a propriedade estatal e submetê-los a uma crítica permanente.

II: O PAPEL DO ESTADO COMO PROPRIETÁRIO

O Estado deve agir como um proprietário informado e ativo, garantindo que a governança das EEs seja conduzida de forma transparente e responsável, com um elevado grau de profissionalismo e efetividade.

III: AS EMPRESAS ESTATAIS NO MERCADO

Consistente com a lógica de propriedade estatal, o arcabouço legal e regulatório das EEs deve assegurar um nível de igualdade e concorrência justa no mercado, quando as EEs empreenderem atividades econômicas.

IV: TRATAMENTO EQUITATIVO DOS ACIONISTAS E OUTROS INVESTIDORES

Nos casos das EEs listadas, ou que incluam entre seus proprietários investidores não-estatais, o Estado e as empresas devem reconhecer os direitos de todos os acionistas e assegurar-lhes equidade de tratamento e igualdade de acesso às informações corporativas.

V: RELAÇÕES COM PARTES INTERESSADAS E RESPONSABILIDADE EMPRESARIAL

A política de propriedade estatal deve reconhecer plenamente as responsabilidades das EEs junto às partes interessadas e solicitar que as EEs reportem sobre suas relações com as partes interessadas. Ela deve deixar claras todas as expectativas que o Estado tem com respeito à conduta empresarial responsável das EEs.

VI: DIVULGAÇÃO E TRANSPARÊNCIA

As empresas estatais devem observar elevados padrões de transparência e estar sujeitas aos mesmos altos padrões de qualidade para a contabilidade, divulgação, conformidade e normas de auditoria das empresas listadas.

Trazendo essa discussão sobre governança corporativa para o Brasil, tanto no âmbito privado quanto no público, percebe-se que à medida que a sociedade brasileira vem evoluindo no modo de pensar em relação à utilização de seus recursos, o tema governança corporativa vem ganhando cada vez mais destaque.

Para Nassiff e Souza (2013) “No Brasil, o debate sobre governança corporativa se intensificou na última década e abrange um campo de estudos envolvendo conceitos nas áreas de administração, contabilidade, direito, economia e finanças.”

Ribas e Blanchet (2020) ressaltam que a principal motivação para o início das discussões sobre o uso de práticas de governança corporativa no Brasil surgiu após os escândalos de corrupção, como a operação Lava Jato, que colocou o país em destaque nos principais jornais internacionais. Os autores observam ainda que essa situação gerou desconfiança entre investidores nacionais e estrangeiros, impactando a economia e o sistema financeiro do país. Fazendo com que, o pensamento de melhorar a gestão dessas empresas, fosse cada vez mais presente.

Para Nunes e Almeida (2020), as práticas de governança corporativa começaram no Brasil em 1999, quando o IBGC lançou seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. No entanto, no âmbito das estatais brasileiras, o principal impulso veio com a criação de duas leis: a Lei nº 12.846/2013, conhecida como Lei Anticorrupção, e a Lei nº 13.303/2016, conhecida como Lei das Estatais, sendo esta última a mais importante para o tema.

Já para Silva (2018), o início das ideias de governança corporativa no Brasil em empresas estatais, tiveram o seu início nas privatizações, aliado à globalização já presente no Brasil em meados da década de 1990, essa situação trouxe às empresas brasileiras uma nova perspectiva, pois o controle, antes totalmente estatal, passou a ser compartilhado e mais competitivo. O autor destaca que essa situação evidenciou pontos fracos no sistema de governança das empresas brasileiras, similar ao observado nos Estados Unidos. No entanto, os principais fatores que impulsionaram a real implementação de práticas de governança corporativa foram a criação da nova Lei das SAs, da CVM e do IBGC.

A Rede Governança Brasil, órgão responsável por promover as boas práticas de governança no país, apresenta uma cartilha contendo o plano de governo para a agenda de governança pública no Brasil, abrangendo diversas áreas da administração pública. O plano, publicado em 2022, estabelece diretrizes para o período de 2023 a 2026. Entre as principais propostas voltadas às estatais, destacam-se:

1. **Aprimorar o processo de efetividade das estatais dependentes** por meio de melhor monitoramento de resultados e prestação de contas à sociedade;
2. **Instituir a profissionalização das estatais** por meio de certificação obrigatória para dirigentes, membros de conselhos e comitês estatutários;
3. **Implementar um processo de avaliação de desempenho** ex-ante e ex-post das políticas públicas promovidas pelas estatais.

Com isso, analisando o cenário brasileiro atual, nota-se que a governança corporativa está significativamente mais presente e desenvolvida. Esse avanço resulta, principalmente, da resposta aos escândalos de corrupção mencionados, em conjunto com a criação da Lei 13.303/2016. Onde embora destinada às estatais, também incentivou o setor privado a adotar práticas mais robustas de governança.

Essa evolução no uso de práticas de governança corporativa, pode ser observada ao se contrastar as perspectivas de Nascimento e Reginato em seu livro de 2009 um período anterior à criação da lei com as visões dos autores atuais. Nascimento e Reginato (2009), colocam que o modelo de governança corporativa no Brasil enfrentava fortes pressões, principalmente devido às dificuldades das empresas em obter financiamento. Esse cenário obrigava as organizações a tratar temas como a transparência das informações e a proteção dos interesses dos acionistas minoritários com grande esforço, principalmente em razão da fragilidade dos sistemas de informação, que dificultavam o acesso e a qualidade dos dados. Ao comparar essa perspectiva com os autores atuais, nota-se uma evolução significativa nos modelos de governança corporativa no Brasil. Os avanços tecnológicos, o fortalecimento das regulamentações e a crescente conscientização sobre a importância da transparência contribuem para a diminuição das fragilidades observadas pela teoria da agência.

2.3 Lei nº 13.303/2016 (Lei das Estatais)

Historicamente, o Estado brasileiro apresenta uma enorme tradição de intervenção nas atividades econômicas de diversos setores, que é comprovado pelo expressivo número de estatais, um total de 123 segundo a Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST), estando espalhadas ao longo do território nacional e internacional. Essa intervenção estatal sempre gerou

debates e críticas no âmbito político e econômico, especialmente devido aos escândalos alarmantes envolvendo as estatais brasileiras. (RIBAS; BLANCHET, 2020).

Oliveira, Holland e Sampaio (2020) explicam que, devido ao fato de o Brasil possuir centenas de empresas estatais, sendo muitas delas de capital misto e listadas na bolsa de valores, a busca por melhorar o nível de governança corporativa dessas organizações tornou-se bastante significativa. Esse movimento intensificou-se especialmente após os grandes escândalos de corrupção envolvendo as maiores estatais brasileiras, como os casos da Petrobras revelados pela Operação Lava Jato. Os autores destacam que, em resposta a esses episódios, o governo federal sancionou a Lei nº 13.303, conhecida como Lei das Estatais, em 30 de junho de 2016, estabelecendo um prazo máximo de 24 meses para que essas empresas se adequassem aos padrões exigidos pela nova legislação.

Nesse sentido, a Lei 13.303/2016, criada com intuito de combater a corrupção e reajustar a gestão dessas empresas, acabou preenchendo uma lacuna legislativa existente por quase 18 anos desde a Emenda Constitucional nº 19, de 4 de junho de 1998. Modificando o § 1º do art. 173 da Constituição de 1988 ao elaborar uma lei que regulamenta o estatuto jurídico de empresas públicas. (CRISTÓVAM; BERGAMINI, 2019). A referida Lei “dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, abrangendo toda e qualquer empresa pública da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.” (BRASIL, 2016). Das quais podem ser compreendidas da seguinte maneira:

Art. 3º Empresa pública é a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei e com patrimônio próprio, cujo capital social é integralmente detido pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou pelos Municípios. Art. 4º Sociedade de economia mista é a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União, aos Estados, ao Distrito Federal, aos Municípios ou a entidade da administração indireta. (BRASIL).

Caldeira e Dufloth (2021) afirmam que a Lei foi concebida sob a inspiração de um cenário de renovação nacional e o compromisso com a prevenção e combate à corrupção, sendo um dos principais destaques da legislação a sua ênfase na governança e integridade corporativa, promovendo a adoção de práticas de

transparência, compliance, gestão de riscos e controles internos. Nesse contexto, a Lei trouxe diversas inovações e regulamentações para orientar as empresas estatais brasileiras a priorizarem as demandas do Estado, reduzindo a influência de grupos políticos. Entre as principais inovações, destacam-se:

Quadro 3 – Inovações da Lei 13.303/2016

ÁREA	INOVAÇÕES
Governança Corporativa	<p>Mecanismos de Governança: Estabelecimento de práticas de gestão profissional e técnica, diminuindo interferências políticas.</p> <p>Criação de Conselhos: Constituição de conselhos de administração e comitês especializados para garantir decisões mais estratégicas.</p> <p>Gestão de Riscos: Implementação de práticas de gestão de risco e controle interno, como auditorias internas e comitês de auditoria.</p> <p>Códigos de Conduta e Integridade: Exigência de códigos que definem valores, missão e prevenção de conflitos de interesse e corrupção.</p>
Transparência e Divulgação de Informações	<p>Documentos Públicos: Obrigatoriedade de publicar informações econômicas, financeiras e de governança na internet de forma cumulativa (histórico completo).</p> <p>Cartas Anuais: Exigência de cartas anuais dos conselhos administrativos detalhando objetivos e recursos empregados.</p> <p>Relatórios de Sustentabilidade: Inclusão obrigatória de relatórios que reforcem a prestação de contas à sociedade</p>
Licitações e Contratos	<p>Normas para Licitações: Preferência pelo pregão como modalidade para aquisição de bens e serviços.</p> <p>Combate ao Superfaturamento: Regras para evitar sobrepreço e superfaturamento, protegendo o desempenho das empresas.</p>
Profissionalização da Gestão	<p>Critérios para Administradores: Exigência de experiência mínima (10 anos no setor público ou privado, ou 4 anos em cargos de chefia), reputação ilibada, formação acadêmica compatível e conhecimento técnico.</p> <p>Criação de Conselhos e Comitês: Implementação de conselhos fiscais, de auditoria e de elegibilidade para maior controle e eficiência administrativa.</p>
Intervenção Política	<p>Indicação Técnica: Nomeações de administradores com base em méritos técnicos e não por conexões políticas.</p> <p>Autonomia nas Decisões: Redução da influência estatal direta na gestão cotidiana das empresas.</p>
Fiscalização e Controle Interno	<p>Auditorias Internas: Obrigatoriedade de criação de departamentos de auditoria interna para reforçar o controle das operações.</p>
Estatuto Social	<p>Revisão de Estatutos: Exigência de adaptação dos estatutos sociais para incluir práticas de governança, transparência e gestão de riscos.</p> <p>Política de Dividendos: Necessidade de estabelecer regras claras para distribuição de dividendos.</p>

Fonte: Autor (2025); Lei 13.303/2016 BRASIL

A implementação de tais diretrizes, refletem o compromisso do conselho administrativo em assegurar a transparência e a eficácia da gestão das entidades estatais, exigidas pela legislação. Tais medidas não só cumprem o objetivo de criação da lei, como também fortalecem a confiança da sociedade na integridade e

na responsabilidade das instituições públicas, pois fornecem à sociedade uma visão clara das atividades e operações das entidades. (Caldeira e Duflloth, 2021)

Essas medidas são soluções internas voltadas a minimizar a assimetria de informações, promovendo um ambiente seguro e transparente, com o intuito de estabelecer uma organização ética e racional. Dessa forma, atendem a um dos principais objetivos da governança corporativa: disciplinar as relações entre acionistas, administradores, investidores e demais stakeholders, contribuindo para a criação de valor na empresa. (Blanchet e Ribas, 2020)

Fortini e Sherman (2016) afirmam que essas e outras normas impostas pela lei têm o potencial de melhorar a gestão e aumentar a transparência nas empresas estatais, atendendo aos requisitos básicos da governança corporativa. Isso contribui para a criação de valor sustentável e para a mitigação de riscos, resultando em um desempenho econômico-financeiro mais sólido e consistente.

Assim, com o propósito de erradicar práticas corruptas e garantir um ambiente mais seguro e transparente para acionistas e investidores, a Lei das Estatais levou empresas públicas e sociedades de economia mista a modernizarem seus sistemas de integridade, compliance e anticorrupção, enfatizando um controle interno preventivo, transparência, gestão de riscos e prestação de contas (CALDEIRA; DUFLOTH, 2021).

Ademais, a adoção das práticas previstas na Lei 13.303/2016 não apenas fortalece a governança corporativa, como também cria condições favoráveis para o aprimoramento do desempenho econômico-financeiro das estatais. Pois, ao exigir maior transparência na divulgação de informações, a lei contribui para reduzir a assimetria informacional entre gestores, acionistas e sociedade. Da mesma forma, a exigência de mecanismos de auditoria interna, bem como a definição de critérios técnicos para nomeações em cargos de direção, limitam a influência política direta e reduzem potenciais conflitos de agência. Tais medidas diminuem os riscos de práticas de má gestão, favorecendo a eficiência na utilização dos recursos públicos e corporativos.

Essas mudanças estruturais refletem-se no desempenho organizacional, uma vez que empresas que operam sob regras mais claras tendem a conquistar

maior confiança de investidores, credores e demais stakeholders. A elevação desse nível de confiança pode impactar positivamente o custo de captação de recursos, a atratividade no mercado e a eficiência operacional. Nesse sentido, observa-se que o efeito esperado da Lei 13.303/2016 está além do cumprimento normativo, alcançando também o fortalecimento do desempenho empresarial.

Oliveira e Alonso (2022) destacam que, a legislação em si proporciona uma base jurídica sólida e clara para orientar as empresas públicas em relação ao cumprimento de seus objetivos institucionais, pois, os critérios estabelecidos demonstram que a responsabilidade jurídica das empresas estatais em proteger os interesses públicos está intrinsecamente ligada ao seu funcionamento. Desse modo, coube às estatais se adequarem aos padrões estabelecidos pela Legislação, para a adequação de melhores práticas na gestão com a consolidação de uma boa governança corporativa. “Mitigando tanto quanto possível as possibilidades de desvio e garantindo um ambiente minimamente seguro para o desenvolvimento de seus negócios e para a prestação de serviços.” (FORTINI; SHERMAN, 2016)

2.4 Desempenho Econômico-Financeiro

A relação entre o desempenho econômico-financeiro e a governança corporativa tem sido amplamente discutida na literatura ao longo dos anos. Essa conexão decorre do fato de que a análise de indicadores econômicos-financeiros constitui uma das principais formas de avaliar a efetividade da adoção das práticas de governança. Essa avaliação, que parte principalmente das demonstrações contábeis de uma entidade, permite não apenas compreender o desempenho geral da organização, mas também identificar os resultados, tanto retrospectivos quanto prospectivos, das decisões financeiras tomadas. (ASSAF NETO, 2014; Santos et al 2022).

Santos et al. (2022) explicam que grande parte dos estudos voltados para o desempenho econômico-financeiro de empresas estatais, concentra-se em comparar o desempenho entre as empresas públicas e privadas ou em analisar os resultados antes e após processos de privatização. Ainda destacam que, esses estudos acadêmicos, ao buscar mensurar o desempenho econômico-financeiro

dessas empresas, frequentemente utilizam indicadores contábeis como proxies para avaliar rentabilidade, investimento e endividamento.

Bortoluzzi et al. (2010) ressaltam que a análise do desempenho de empresas por meio de indicadores econômico-financeiros é uma prática consolidada há mais de um século, sendo fundamental para avaliar a saúde financeira e a competitividade organizacional. E com o avanço constante da tecnologia, essas análises tornaram-se ainda mais indispensáveis no ambiente corporativo contemporâneo, caracterizado por rápidas mudanças e elevada concorrência. No entanto, a escolha dos indicadores mais adequados é objeto de debate, pois é essencial selecionar métricas que realmente reflitam a situação real da empresa, garantindo uma avaliação precisa e alinhada.

Pesquisas como as de Bortoluzzi et al. (2010), Santos et al. (2022), Catapan e Colauto (2014), revelaram que a maioria dos estudos acadêmicos utiliza essencialmente os mesmos indicadores econômico-financeiros, ajustando-os de acordo com o tipo de empresa analisada ou os objetivos específicos de cada pesquisa. Esses indicadores, amplamente reconhecidos na literatura, podem ser organizados em cinco principais grupos: liquidez, atividade, endividamento e estrutura, rentabilidade e análise de ações. Cada um desses grupos abrange diversos indicadores específicos que, segundo Assaf Neto (2014), oferecem uma visão detalhada e estruturada da performance financeira das organizações e se subdividem da seguinte forma:

Quadro 4 – Principais indicadores Econômico-Financeiros

INDICADOR	DESCRIÇÃO / FÓRMULA
Indicadores de Liquidez	Visam medir a capacidade de pagamento (folga financeira) de uma empresa.
Liquidez Corrente	Ativo Circulante/Passivo Circulante
Liquidez Seca	(Ativo Circulante - Estoques - Despesas Antecipadas)/Passivo Circulante
Liquidez Imediata	Disponível/Passivo Circulante
Liquidez Geral	Disponível/Passivo Circulante
Indicadores de Atividade	Visam à mensuração das diversas durações de um “ciclo operacional”, que envolve todas as fases operacionais típicas de uma empresa.

Prazo médio de Estocagem	$(\text{Estoque Médio/Custo dos Produtos Vendidos}) \times 360$
Prazo médio de Pagamento	$(\text{Contas a Pagar a Fornecedores/Compras Anuais a Prazo}) \times 360$
Prazo Médio de Recebimento	$\text{Contas a Receber}/(\text{Vendas Líquidas}/360)$
Indicadores de Endividamento e Estrutura	Visam aferir a composição das fontes passivas de recursos da empresa. Avaliando o grau de comprometimento financeiro e a capacidade de pagamento a longo prazo.
Relação capital de terceiros/capital próprio	$\text{Exigível Total (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo)} / \text{Patrimônio Líquido}$
Relação capital de terceiros/passivo total	$\text{Exigível Total} / \text{Passivo Total (Exigível Total + Patrimônio Líquido)}$
Imobilização de recursos permanentes	$\text{Ativo Permanente} / (\text{Exigível Total} + \text{Patrimônio Líquido})$
Indicadores de rentabilidade	Visam avaliar os resultados auferidos por uma empresa em relação a determinados parâmetros que melhor revelem suas dimensões.
Retorno sobre o ativo (ROA)	$\text{Lucro Gerado pelos Ativos (Operacional)} / \text{Ativo Total}$
Retorno sobre o Investimento (ROI)	$\text{Lucro Gerado pelos Ativos (Operacional)} / (\text{Passivo Oneroso} + \text{Patrimônio Líquido})$
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$
Margem Operacional	$\text{Lucro Operacional} / \text{Receita Líquida}$
Margem Líquida	$\text{Lucro Líquido} / \text{Receita Líquida}$
Indicadores de análise de ações	Visam avaliar os reflexos do desempenho da empresa sobre suas ações. São de grande utilidade para os analistas de mercado e acionistas (potenciais e atuais).
Lucro Por Ação (LPA)	$\text{Lucro Líquido} / \text{Número de Ações Emitidas}$
Índice Preço/Lucro (P/L)	$\text{Preço de Mercado (Aquisição) da Ação} / \text{Lucro por Ação (LPA)}$

Fonte: Autor (2025); Assaf Neto (2014)

Assaf Neto (2014), destaca o Retorno sobre o Ativo (ROA) e o Retorno sobre o Investimento (ROI) como importantes indicadores utilizados na análise do desempenho empresarial. O ROA mede retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos, podendo ser decomposto em giro do investimento e margem operacional, possibilitando uma avaliação mais detalhada

sobre os elementos que influenciam o retorno final. “Fornecendo uma visão da eficiência de gestão e alocação dos seus ativos para que os mesmos gerem ganhos para as empresas.” Silva (2018).

Já o ROI é uma alternativa ao ROA, mais amplamente utilizada nos modelos de avaliação de retorno e criação de valor. Ele permite uma análise mais fiel do retorno sobre os recursos aplicados por acionistas e credores, sendo especialmente relevante para a comparação com o custo de oportunidade dos financiamentos. (Assaf Neto, 2014).

Com isso, entendendo um pouco mais sobre tais indicadores, percebe-se que a análise econômico-financeira é uma prática consolidada e indispensável para avaliar o desempenho organizacional, especialmente quando integrada a uma estrutura de governança corporativa eficaz. E que a escolha dos indicadores adequados, associados a uma interpretação criteriosa, permite identificar tanto os resultados passados quanto às perspectivas futuras, promovendo decisões mais alinhadas aos objetivos estratégicos da organização.

3 METODOLOGIA

A metodologia adotada neste trabalho segue uma estrutura dividida em quatro etapas, projetadas para ter coerência de rigor científico e assegurar o cumprimento dos objetivos da pesquisa. A primeira etapa consiste na seleção da amostra, explicando os critérios utilizados para identificar as empresas que serão analisadas, bem como a justificativa para a escolha do período temporal, destacando sua relevância para o estudo. O tópico explica também o processo de coleta de dados, especificando as fontes utilizadas, os métodos empregados para garantir a confiabilidade das informações e os filtros aplicados para a composição final da amostra e dos setores econômicos relevantes.

Na segunda etapa, foi esclarecido as variáveis de pesquisas adotadas, junto a suas justificativas e formas de cálculo. A terceira etapa, descreve a análise do desempenho das empresas, com foco na utilização do método *Difference-in-Difference* (DID) para comparar o impacto da Lei 13.303 (2016) entre os grupos de tratamento e controle, explorando também indicadores financeiros que permitem uma compreensão aprofundada dos resultados. Por fim, a quarta etapa explica o período analisado, além da explicação do método de estudo de eventos.

3.1 Seleção da Amostra e Coleta de Dados

Para investigar o impacto da Lei 13.303/2016 no desempenho das empresas estatais brasileiras, foram consideradas empresas listadas na B3 que disponibilizaram informações completas e consistentes, necessárias para atender aos objetivos da pesquisa. O período de análise compreende os anos de 2010 a 2022, uma escolha feita com base em dois aspectos: primeiro, por abranger tanto o período anterior quanto posterior à promulgação da Lei das Estatais, possibilitando uma análise comparativa robusta dos impactos dessa regulamentação; segundo, por coincidir com a transição do padrão contábil brasileiro para o padrão internacional IFRS, estabelecida pela Lei nº 11.638 (2007).

Além disso, a amostra foi composta exclusivamente por empresas que atenderam a critérios específicos, como a disponibilidade de dados financeiros ao longo desse período, assegurando que as informações sejam comparáveis entre os anos. Já a decisão de utilizar o período antes e depois de 2016, foi tomada para

permitir observar os efeitos diretos e indiretos da Lei 13.303/2016 no desempenho das empresas estatais.

O quadro a seguir ilustra as 20 empresas estatais analisadas junto a sua atividade principal:

Quadro 5 – Nomes e setor Econômico das Estatais de acordo com o TRBC

Empresa	Setor Econômico
Banco da Amazônia SA	Financeiro
Banco do Brasil SA	Financeiro
Banco do Estado de Sergipe SA	Financeiro
Banco do Estado do Rio Grande do Sul SA	Financeiro
Banestes SA Banco do Estado do Espírito Santo	Financeiro
BB Seguridade Participações SA	Financeiro
Brazilian Electric Power Co	Utilidades
BRB Banco de Brasília SA	Financeiro
Centrais Elétricas de Santa Catarina SA Celesc	Utilidades
Companhia Catarinense de Águas e Saneamento CASAN	Utilidades
Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo SABESP	Utilidades
Companhia de Saneamento de Minas Gerais Copasa MG	Utilidades
Companhia de Saneamento do Paraná Sanepar	Utilidades
Companhia Energetica de Brasília CEB	Utilidades
Companhia Paranaense de Energia	Utilidades
EMAE Empresa Metropolitana de Águas e Energia SA	Utilidades
Energy of Minas Gerais Co	Utilidades
Petróleo Brasileiro SA Petrobras	Energia
Vibra Energia SA	Utilidades

Fonte: Autor (2025), The Refinitiv Business Classification Sector (TRBC)

Dessa forma, após a seleção das empresas com base nos parâmetros estabelecidos, a amostra final é composta por 700 observações de empresas estatais e privadas, referentes ao período de 2010 a 2022. Observa-se uma variação

no número de observações ao longo dos anos, conforme apresentado no quadro a seguir, reflexo da inconsistência na disponibilidade de dados similares durante esse intervalo de tempo.

Quadro 6 – Número de observações por ano na amostra final

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
49	52	52	52	50	44	47	58	61	68	58	55	57

Fonte: Autor (2025)

As informações necessárias para a operacionalização da pesquisa foram coletadas anualmente na base de dados Refinitiv Eikon® para os dados contábeis e no site da B3 para informações sobre o segmento especial de listagem de cada empresa.

Utilizou-se a classificação setorial *The Refinitiv Business Classification* (TRBC) para identificar os setores econômicos das empresas da amostra. Foram considerados apenas os setores que incluem empresas estatais, de forma que as empresas não estatais pertencentes aos mesmos setores compõem o grupo de controle da pesquisa. Após essa filtragem, observou-se que as empresas estatais se concentravam principalmente nos setores financeiro, de utilidades e de energia. Portanto, para compor o grupo de controle, também foram mantidas na amostra empresas não estatais desses três setores.

3.2 Variáveis da Pesquisa

O desempenho das empresas foi medido por meio do indicador ROA. Além disso, foram explorados potenciais mecanismos que podem influenciar esse desempenho, como a Margem e o Giro dos Ativos. A escolha do ROA se justifica principalmente por sua capacidade de evidenciar a rentabilidade do negócio, uma vez que demonstra o índice de eficiência operacional da empresa. Segundo Tavares Filho (2006), o ROA é um dos métodos de análise mais eficazes, pois representa uma média global de desempenho, considerando todos os fatores envolvidos. Por isso, é frequentemente utilizado como uma medida geral da performance empresarial.

A escolha do ROA no contexto da pesquisa, também é justificado devido as empresas analisadas possuírem ações negociadas em bolsa. Nesse caso, é comum que investidores avaliem o desempenho econômico das companhias antes de tomar decisões de investimento. E considerando a introdução de uma legislação voltada à melhoria da performance das empresas estatais (como a Lei 13.303/2016), o ROA se mostra um indicador efetivo para mensurar possíveis efeitos dessa mudança.

O ROA pode ser calculado, de forma simples, pela razão entre o lucro operacional e o total de ativos. Contudo, também pode ser decomposto analiticamente da seguinte maneira:

$$ROA = Margem \times Giro$$

Onde:

$$Margem = \frac{Lucro\ Operacional}{Receita\ Líquida} \quad e \quad Giro = \frac{Receita\ Líquida}{Ativo\ Total}$$

A utilização da divisão do ROA nos canais Margem e Giro, se justifica na premissa de que eles permitem compreender não apenas o resultado final do desempenho, mas também os caminhos pelos quais esse desempenho é alcançado. Enquanto a Margem evidencia a eficiência operacional e a capacidade de geração de lucro sobre as vendas, o Giro reflete a intensidade com que os ativos são utilizados para gerar receita. Essa decomposição é relevante porque possibilita identificar se o impacto da Lei nº 13.303/2016 sobre o desempenho das estatais ocorreu por meio de ganhos de eficiência operacional (Margem) ou pelo uso mais eficaz dos recursos disponíveis (Giro). Dessa forma, a análise vai além da simples mensuração da rentabilidade, permitindo avaliar os mecanismos específicos que podem ter sido influenciados pela legislação.

Tavares Filho (2006), ainda explica que normalmente, a margem e o giro são inversamente proporcionais, onde a margem representa a parcela do lucro que uma empresa obteve sobre o montante de vendas e o giro a quantidade de vezes que a empresa consegue vender o seu ativo. Dessa forma, à medida que a margem de lucro diminui, existe uma tendência de aumentar o giro do ativo e vice e versa.

Cabe ainda ressaltar, que os mecanismos Margem e Giro não são as únicas possibilidades de análise do desempenho empresarial. Outros fatores, como estrutura de capital, eficiência operacional em áreas específicas, políticas de investimento e aspectos de governança corporativa, também podem exercer influência significativa sobre a rentabilidade das empresas. No entanto, no escopo desta pesquisa, optou-se por concentrar a análise nesses dois canais devido sua relação direta com a decomposição do ROA e também por fornecerem uma leitura clara dos efeitos da legislação sobre a utilização dos recursos e a geração de resultados.

Com o intuito de fundamentar os resultados da pesquisa, o cálculo do ROA considerou eventos que poderiam influenciar significativamente seu comportamento, como a pandemia da Covid-19, que levou muitas empresas a reduzirem ou até suspenderem completamente suas operações. Além disso, a crise econômica brasileira também foi levada em conta, dado seu impacto direto sobre o desempenho financeiro das organizações.

A análise também realizou a divisão das empresas por segmento de atuação, classificando-as com base no TRBC em setores financeiro, de utilidade e de energia. Essa segmentação foi necessária, pois cada setor apresenta particularidades operacionais que afetam diretamente os indicadores financeiros. Por exemplo, um banco enfrenta desafios distintos de uma usina hidrelétrica, o que faz com que seus ativos sejam impactados de maneiras diferentes. Assim, o ROA pode não ser diretamente comparável entre empresas de setores distintos, o que justifica a separação para uma análise mais adequada.

3.3 Método Difference-in-Difference

Para analisar o impacto das mudanças introduzidas pela Lei 13.303 (2016) no desempenho das empresas estatais, foi utilizado o método *Difference-in-Difference* (DID). Esse método compara as mudanças no desempenho ao longo do tempo entre um grupo de tratamento (empresas estatais) e um grupo de controle (empresas não estatais). Sendo uma técnica econométrica amplamente utilizada para avaliar o impacto de intervenções, políticas ou tratamentos ao longo do tempo.

Segundo Bertrand et al. (2002), esse método consiste em identificar uma intervenção, sendo nesta pesquisa, a implementação da Lei 13.303/2016 e avaliar a variação nos resultados antes e depois da intervenção em grupos afetados por ela, em contraste com grupos não afetados. Como a Lei 13.303/2016 se aplica exclusivamente às estatais, possíveis mudanças nos resultados dessas empresas podem ser um efeito direto da legislação ou refletir tendências gerais de mercado. Além disso, variações similares entre os grupos podem indicar tanto uma tendência de mercado, quanto um impacto indireto da lei.

Roth et al. (2023) explicam que o método Diferença-em-Diferenças (DiD) pode ser aplicado de diversas maneiras, pois existem diferentes variações do modelo. No entanto, a versão mais simples ou padrão do método serve como base para essas variações. Nesse modelo padrão, há dois períodos de tempo: $t=0$ e $t=1$. As unidades analisadas são divididas em dois grupos: o grupo de tratamento ($D_i=1$), que recebe a intervenção entre os períodos $t=0$ e $t=1$, e o grupo de controle ($D_i=0$), que não recebe nenhuma intervenção em nenhum dos períodos, permitindo comparar a evolução dos resultados entre os dois grupos ao longo do tempo.

Esquemáticamente, essa definição pode ser representada a partir do seguinte quadro:

Quadro 7 – Método DID

Grupo	Antes	Depois	Diferenças
Tratamento	t_0	t_1	$t_1 - t_0$
Controle	D_{i0}	D_{i1}	$D_{i1} - D_{i0}$
Diferenças	$t_0 - D_{i0}$	$t_1 - D_{i1}$	$(t_1 - t_0) - (D_{i1} - D_{i0})$ ou $(t_1 - D_{i1}) - (D_{i0} - t_0)$

Fonte: Elaboração Própria (2025)

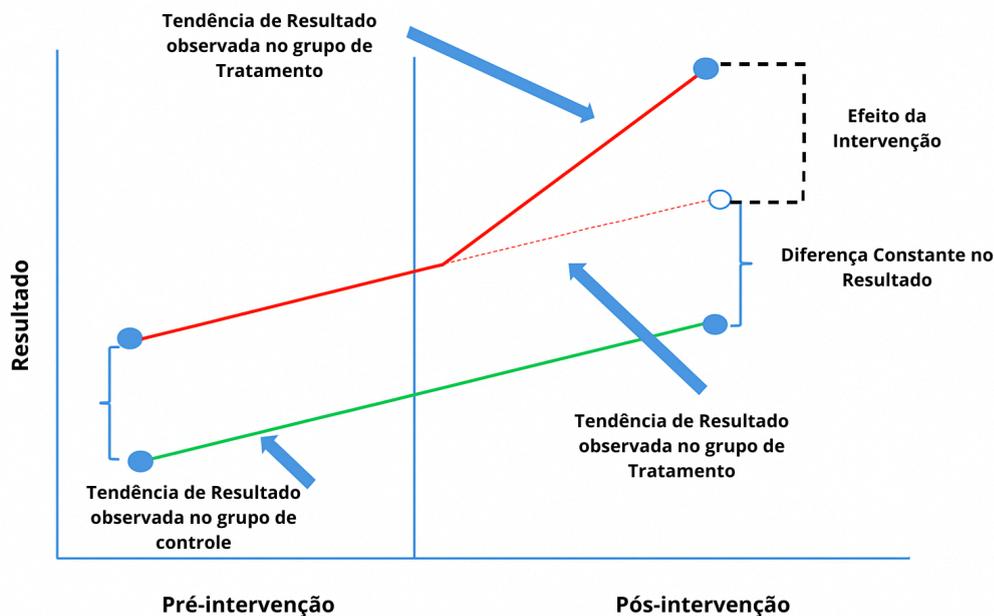
Deste modo subtraindo $(t_1 - t_0)$ de $(D_{i1} - D_{i0})$ ou $(t_1 - D_{i1})$ de $(D_{i0} - t_0)$, será encontrada a “diferença da diferença verificada entre os grupos entre os grupos, entre os dois períodos, ou visto pelo outro lado, a diferença verificada entre a diferença entre os dois períodos, entre cada um dos grupos.” Amaral (2011). Ainda de acordo com o Amaral, tal modelo do método DID, pode ser representado pela seguinte equação:

$$DID = (Y_{t1} - Y_{c1}) - (Y_{t0} - Y_{c0})$$

Onde cada Y representa a média da variável estudada para cada ano e grupo, com o número subscrito representando o período da amostra (1, para antes da mudança e 2, para depois da mudança) e a letra representando o grupo a qual o dado pertence (C, para o grupo de controle e T, para o grupo de tratamento). E DID será a estimativa a partir das diferenças em diferenças. Obtendo DID determinamos o impacto sobre a variável de interesse.

Trevisan (2019), explica que “O método DID captura a variação média no grupo tratado em comparação com a diferença média no grupo de controle, eliminando assim fatores de confusão invariantes não observados e aproveitando o momento do evento.” Algo que graficamente pode ser visualizado da seguinte forma:

Figura 1: Método DID graficamente



Fonte: TREVISAN (2019)

O modelo empírico padrão adotado nesta pesquisa é apresentado na Equação 2. Nele, o desempenho da empresa i no período t ($\text{Desempenho}_{(i,t)}$) é explicado por uma variável indicadora (*dummy*) que assume valor 1 para os períodos posteriores à promulgação da Lei das Estatais ($\text{LE}_{(i,t)}$), para empresas pertencentes ao grupo de tratamento.

Além disso, o modelo incorpora efeitos fixos de empresa (θ_i), que controlam características inobserváveis específicas e invariantes ao longo do tempo para cada firma, e efeitos fixos de tempo (μ_t), que captam choques macroeconômicos e outros fatores comuns a todas as empresas em um determinado ano.

O coeficiente de interesse, β , representa o efeito médio da Lei das Estatais sobre o desempenho das empresas estatais, após controladas as demais variáveis do modelo.

$$Desempenho_{i,t} = \alpha + \beta LE_{i,t} + \theta_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t}$$

3.4 Event Study

Convém destacar que o modelo convencional de Diferenças em Diferenças (DID) pressupõe que todas as unidades tratadas sejam expostas à intervenção no mesmo momento, condição necessária para que a estimativa do efeito médio do tratamento seja confiável (Goodman-Bacon, 2021). No entanto, no contexto desta pesquisa, as empresas estatais tiveram até 24 meses para se adequar às exigências da Lei das Estatais, o que indica que a implementação das mudanças pode ter ocorrido de forma escalonada e com diferentes ritmos entre as empresas.

Diante dessa característica, e com o objetivo de captar melhor os possíveis efeitos da Lei sobre o desempenho, adotou-se, além do DID tradicional, um modelo empírico mais flexível conhecido como estudo de evento (*event study*). Esse modelo permite observar como os efeitos se desenvolvem ao longo do tempo, antes e depois da promulgação da Lei.

A equação a seguir representa o modelo utilizado para o estudo de eventos. Nela, são incluídas dummies específicas para cada ano (D_k), que permitem identificar tanto tendências anteriores ao tratamento (pré-trends) quanto os efeitos dinâmicos da intervenção nos anos subsequentes. Os parâmetros de interesse são estimados com base na variação temporal da variável dependente entre as empresas tratadas, permitindo uma análise mais granular dos impactos da Lei ao longo do tempo.

$$Desempenho_{i,t} = \alpha + \sum_{k=-M}^M \beta_k * LE_i * D_k + \theta_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

D_k são *dummies* específicas de ano; B_k representam os coeficientes que buscam capturar pré-tendências para os períodos com $k < 0$ e efeitos dinâmicos do tratamento para $k \geq 0$.

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta estatísticas descritivas (médias, desvios padrão e quartis) dos principais indicadores econômico-financeiros das empresas da amostra no período anterior à promulgação da Lei 13.303/2016. Esses dados oferecem uma visão geral das características econômicas das firmas antes da intervenção regulatória, servindo como referência para a comparação dos possíveis efeitos da Lei nos anos subsequentes.

Tabela 1: Variáveis de interesse (2010-2016)

		ROI	ROA	ROE	Endv	Ativo	Rec	PL	M~a
Grupo de Controle	Média	0.07	0.20	0.07	0.67	22.94	21.79	21.73	-1.97
	Desv. Pad.	0.09	0.24	0.09	0.33	2.00	1.98	1.70	0.94
	p25	0.02	0.10	0.02	0.56	21.99	20.78	20.84	-2.49
	p50	0.05	0.17	0.05	0.67	22.96	21.99	21.76	-1.93
	p75	0.08	0.23	0.08	0.80	23.92	23.05	22.74	-1.44
	Observ.	245	245	245	245	245	245	245	245
Grupo de Tratamento	Média	0.06	0.17	0.06	0.66	2.81	22.37	22.44	-2.01
	Desv. Pad.	0.09	0.15	0.09	0.21	1.76	1.83	1.68	0.95
	p25	0.01	0.09	0.01	0.49	22.78	20.97	21.06	-2.34
	p50	0.03	0.14	0.03	0.65	23.53	22.28	22.43	-1.88
	p75	0.06	0.19	0.06	0.90	24.50	23.50	23.29	-1.56
	Observ.	101	101	101	101	101	101	101	101
Total	Média	0.07	0.19	0.07	0.67	23.20	21.97	21.95	-1.99
	Desv. Pad.	0.09	0.22	0.09	0.30	1.97	1.95	1.73	0.94
	p25	0.02	0.09	0.02	0.54	22.11	20.85	20.94	-2.45
	p50	0.05	0.16	0.05	0.66	23.14	22.07	21.85	-1.91
	p75	0.08	0.22	0.08	0.84	24.14	23.17	22.95	-1.49
	Observ.	346	346	346	346	346	346	346	346

ROI - Retorno sobre Investimento; ROA – Retorno sobre Ativo Total; ROE – Retorno sobre Patrimônio; M~a – Margem; End – Exigível Total sobre Ativo Total; Ativo – Log Natural do Ativo Total; Rec – Log Natural da Receita Líquida; PL – Log Natural do Patrimônio Líquido; ML- Log Natural da Margem Líquida.

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Fazendo uma análise inicial, nota-se que os indicadores do grupo de tratamento (empresas estatais) são próximos aos do grupo de controle (empresas privadas), principalmente quando se observa as métricas de rentabilidade (ROI, ROA e ROE) e estrutura de capital (endividamento, ativos e patrimônio líquido). Essa semelhança entre os grupos nos períodos anteriores ao evento é um aspecto relevante para a confiança do modelo de Diferenças em Diferenças (Diff-in-Diff), pois sugere que as trajetórias dessas empresas são comparáveis antes da introdução da Lei, o que é desejável para a validade deste método.

A seguir, a Tabela 2 apresenta uma segmentação das observações por setor econômico e o segmento de listagem das empresas na B3, também com base no período anterior à Lei. As empresas incluídas na amostra pertencem aos setores financeiro, utilidades e energia, conforme a classificação do Refinitiv Business Classification (TRBC). Essa segmentação setorial foi feita para fins de controle de heterogeneidade, pois, as práticas de governança, estruturas de capital e exposição a riscos regulatórios podem variar de setor para setor. Além disso, também foi feita a distribuição das empresas nos diferentes segmentos de listagem, sendo eles: Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2), essa divisão fornece uma perspectiva sobre o grau de adesão voluntária a práticas de governança mais rígidas, o que pode influenciar os efeitos marginais da Lei 13.303/2016.

Tabela 2: Setor e Segmento de listagem das Observações (2010-2016)

		Setor Econômico			Segmento de Listagem na B3		
		Financeiro	Utilidades	Energia	NM	N1	N2
Grupo de Controle	Média	0,39	0,52	0,09	0,37	0,09	0,06
	Desv. Pad.	0,49	0,50	0,29	0,48	0,29	0,24
	Observ.	97	126	22	80	25	16
Grupo de Tratamento	Média	0,39	0,57	0,04	0,26	0,22	0,13
	Desv. Pad.	0,49	0,50	0,20	0,44	0,42	0,34
	Observ.	43	54	4	26	11	23
Total	Média	0,39	0,53	0,08	0,34	0,13	0,08
	Desv. Pad.	0,49	0,50	0,26	0,47	0,34	0,27
	Observ.	140	180	26	106	36	39

Setor Econômico conforme a classificação do The Refinitiv Business Classification (TRBC); Segmento NM - Novo Mercado; Segmento N1 - Nível 1; Segmento N2 - Nível 2.

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

De modo semelhante a Tabela 1, os valores apresentados na Tabela 2 também mostram uma certa semelhança entre os grupos de controle e tratamento. Essa semelhança nas características pré-evento reforçam ainda mais a confiabilidade da comparação entre os grupos.

4.1 Efeito da Lei das Estatais no Desempenho

Dando prosseguimento à análise, a Tabela 3 apresenta os resultados estimados por meio do método de Diferenças em Diferenças (Diff-in-Diff), aplicado com o intuito de mensurar o impacto da Lei nº 13.303/2016 sobre o Retorno sobre Ativo (ROA) das empresas estatais, em comparação às empresas privadas. A

amostra é composta por 72 empresas, sendo 52 pertencentes ao grupo de controle (privadas) e 20 ao grupo de tratamento (estatais), abrangendo o período de 2010 a 2022.

As estimativas foram obtidas a partir de três especificações distintas do modelo DID, com o objetivo de avaliar a robustez dos resultados. O primeiro modelo segue a formulação padrão. O segundo inclui um controle para o segmento de listagem na B3, que capta possíveis diferenças nos níveis de governança corporativa entre as empresas. Já o terceiro modelo incorpora *dummies* para os anos marcados pela pandemia de Covid-19 e pela crise econômica no Brasil, de modo a isolar os efeitos dessas conjunturas macroeconômicas sobre os resultados.

Tabela 3: Impactos da Lei no ROA em diferentes modelos de estimação

ROA	Coeficiente	Erro-Padrão Robusto	T	P > t	Intervalo de Confiança 95 %	
Efeito ao longo dos anos	.0240634	.0115271	2.09	0.040	.001079	.0470479
Com Controle do Segmento de Listagem	.0233623	.0121421	1.92	0.058	-.0008484	.0475731
Com o Controle da Covid-19 e Crise Econômica	.022591	.011713	1.93	0.058	-.0007642	.0459461

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Os resultados encontrados no modelo de análise de impacto ao longo dos anos, indicam que o coeficiente estimado para a interação entre o grupo de tratamento e o período pós-lei foi de 0,0241. Isso significa que, em média, o ROA das empresas estatais apresentou um aumento de aproximadamente 2,41% em relação ao grupo de controle após a vigência da nova legislação. Esse efeito revelou-se estatisticamente significativo ao nível de 5% ($p = 0,040$), com um intervalo de confiança de 95% [0,0011; 0,0470], o qual não inclui o valor zero, evidência que reforça a robustez dos resultados obtidos.

Com o objetivo de compreender melhor esse impacto, o modelo foi estimado novamente duas vezes, uma segmentando as empresas por segmento de listagem

na B3, e outra com o controle para os períodos da crise econômica de 2015-2016 e da pandemia de COVID-19. Ao analisar esses resultados, observa-se que, mesmo separando as empresas pelo segmento de listagem na B3, o coeficiente de interação entre os grupos foi de 0,2336, ou 2,3%. Esse valor é bastante próximo ao encontrado no modelo ao longo dos anos, o que reforça, mais uma vez, a evidência de que a Lei impactou positivamente o desempenho das estatais. Contudo, é importante ressaltar que o nível de significância é marginal, pois o valor p foi de 0,058. Isso indica que o resultado seria estatisticamente significativo apenas ao nível de 10%, e não de 5%, como adotado anteriormente e comumente utilizado na literatura.

A Tabela 3 também apresenta os resultados do modelo com controle por efeitos importantes, incorporando dummies para os períodos da crise econômica de 2015-2016 e da pandemia de COVID-19. A inclusão desses controles foi feita com base na premissa de que tais eventos possuem uma elevada capacidade de influenciar o desempenho das empresas, podendo distorcer a identificação do efeito isolado da Lei.

De forma parecida ao observado no modelo anterior, o valor p encontrado foi de 0,058, indicando significância estatística apenas ao nível de 10%. O coeficiente estimado, de aproximadamente 2,26%, mantém-se consistente com os efeitos identificados anteriormente. Este resultado, reforça a ideia de que a Lei exerce impacto positivo sobre o desempenho das empresas estatais, quando analisado no contexto global da pesquisa.

Com o objetivo de verificar a robustez dos resultados obtidos na análise principal, foi conduzido um teste adicional que considera a especificidade do cronograma de aprovação e entrada em vigor da Lei das Estatais. A referida lei foi aprovada em 2016 e passou a vigorar integralmente em 2018, estabelecendo um intervalo de transição (2016–2018) durante o qual diversas empresas estatais puderam se anteciper e iniciar ajustes em suas estruturas de governança, processos internos e práticas de gestão. A inclusão desse período como parte do pós-tratamento poderia gerar viés na estimativa, uma vez que o efeito da lei poderia ser parcialmente capturado antes de sua vigência plena.

Para mitigar esse problema, além dos resultados do modelo considerando como período pós-tratamento os anos a partir de 2017, procedeu-se a uma análise refinada, na qual o período pós-tratamento foi definido apenas a partir de 2019, excluindo-se da amostra os anos de 2017 e 2018, de forma a mensurar exclusivamente o impacto observado sob plena vigência da lei, conforme resultados apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 : Impactos da Lei no ROA após o período de implementação plena

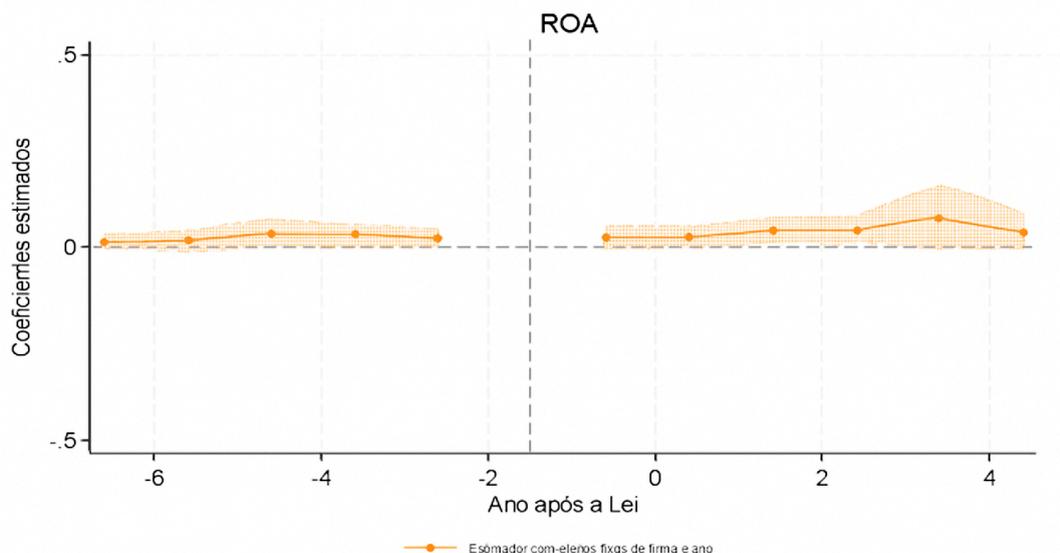
ROA	Coeficiente	Erro-Padrão Robusto	T	P > t	Intervalo de Confiança 95 %	
Efeito após a implementação plena	.0306739	.0158191	1.94	0.056	-.0008684	.0622162

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Os resultados indicam que o efeito estimado no modelo pós-vigência (2019–2022) é superior ao obtido no modelo global (2017 em diante), sugerindo que o impacto da Lei das Estatais sobre o desempenho das empresas foi mais pronunciado após sua entrada efetiva em vigor. Tal evidência é consistente com a interpretação de que o período de transição diluiu o efeito médio, uma vez que parte das empresas pode ter se adaptado de forma gradual e heterogênea às exigências legais antes de 2019.

Por sua vez, a Figura 2 apresenta o gráfico do estudo de evento (*event study*), que permite visualizar a evolução do ROA das empresas estatais em relação ao grupo de controle ao longo do tempo, antes e depois da promulgação da Lei nº 13.303/2016. Esse tipo de análise capta os efeitos dinâmicos da Lei, evidenciando se e quando ocorreram mudanças significativas no desempenho relativo das estatais após a intervenção.

Figura 2: Impacto da Lei das Estatais ao longo dos anos



Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Nota-se que, no período anterior à implementação da Lei, não existem sinais de impactos anormais sobre o ROA, pois os coeficientes estão próximos de zero, e os intervalos de confiança incluem a linha de referência. Isso indica que não houve alterações significativas no desempenho das estatais antes da promulgação da Lei, o que é fundamental para garantir a validade da análise, uma vez que demonstra que os grupos comparados seguiam uma trajetória semelhante antes da intervenção.

Com a entrada da Lei, o gráfico mostra que os efeitos sobre o ROA começam a se tornar perceptíveis, principalmente a partir do segundo e terceiro ano, após sua implementação. Esse comportamento é coerente com a própria dinâmica da Lei, visto que, a mesma estabeleceu um prazo de até 24 meses para que as empresas estatais pudessem se adequar às novas regras de governança. O que fez com que, tais efeitos não aparecessem imediatamente, mas sim de forma gradual, devido ao tempo necessário para ajustes internos e mudança nas práticas de gestão.

Além do prazo legal de até 24 meses para a implementação das diretrizes da Lei, é importante considerar que políticas de governança corporativa, por sua própria natureza, tendem a produzir efeitos de médio a longo prazo. Mudanças

institucionais e estruturais, como aquelas exigidas pela Lei nº 13.303/2016, envolvem processos internos complexos, incluindo revisões de práticas de gestão, adequações organizacionais e alterações na cultura corporativa que demandam tempo até se refletirem de forma mensurável nos indicadores de desempenho, como o ROA.

Nota-se também, que apesar do efeito positivo existir, ele não é muito elevado. O que sugere que a Lei produziu melhorias, mas de forma moderada, o que é esperado, pois se trata de mudanças estruturais em práticas de governança e gestão, que, independente do tamanho da empresa, sempre levam tempo para se ajustar. Também observa-se que, o impacto se mantém relativamente estável nos anos posteriores, ratificando que as transformações internas das empresas demandaram tempo para gerar reflexos concretos nos resultados.

4.2 Análise dos Possíveis Mecanismos

Os resultados anteriores indicam que a Lei exerceu um efeito significativo sobre o ROA. No entanto, permanece a questão sobre qual componente foi responsável por essa melhora: a margem operacional (*Profit Margin*) ou o giro dos ativos (*Asset Turnover*). De acordo com Assaf Neto (2014), a decomposição do ROA nesses dois indicadores é essencial para compreender as fontes do desempenho econômico-financeiro das empresas. Diante disso, foram conduzidas estimativas adicionais, desmembrando o ROA em seus principais determinantes, com o objetivo de identificar se o efeito observado decorre de ganhos de eficiência operacional, de melhor utilização dos ativos, ou de ambos.

Tabela 5: Impacto da Lei na Margem de Lucro e no Giro dos Ativos

ROA	Coeficiente	Erro-Padrão Robusto	T	P > t	Intervalo de Confiança 95 %	
Margem	-.1028974	.1775479	-0.58	0.564	-.4569178	.251123
Giro	.0554877	.0327894	1.69	0.095	-.0098925	.120868

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

No que se refere à margem de lucro, observa-se um coeficiente negativo -0,1029 e estatisticamente não significativo pois o valor p é igual a 0,564. Este resultado sugere que a promulgação da Lei das Estatais não exerceu impacto

relevante sobre a capacidade das empresas estatais de gerar lucro sobre suas vendas. Por outro lado, o giro dos ativos apresentou um coeficiente positivo 0,0554 e estatisticamente significativo ao nível de 10% (p-valor = 0,095), indicando que, após a implementação da Lei, as empresas estatais passaram a utilizar seus ativos de forma mais eficiente.

As evidências obtidas neste tipo de análise, apontam que este impulsionamento do ROA foi resultado do aumento no giro dos ativos, e não pela margem de lucro. Isso sugere que a melhoria na rentabilidade decorre de maior eficiência operacional na utilização dos ativos, e não de um aumento na lucratividade por unidade vendida.

O impacto positivo da Lei nº 13.303/2016 sobre o retorno sobre os ativos das estatais pode ser atribuído, entre outros fatores, à maior eficiência na gestão dessas organizações. Tal eficiência decorre, em grande parte, das exigências mais rigorosas de governança corporativa introduzidas pela legislação, as quais resultaram em processos de gestão mais eficazes e menor interferência política, resultando em um uso mais eficiente dos ativos na atividade-fim da empresa.

Este comportamento pode ser entendido como resultado de uma série de adaptações organizacionais impostas pela Lei nº 13.303/2016. Das quais, destacam-se possíveis desinvestimentos em ativos não essenciais, redução de ativos ociosos ou aprimoramento dos processos operacionais, algo como vender mais em relação aos seus ativos. Além claro, do fortalecimento dos mecanismos de governança corporativa e adoção de práticas gerenciais mais eficientes. Além disso, é possível que as empresas tenham adotado estratégias de expansão no volume de operações, buscando compensar limitações na margem de lucro por meio de maior eficiência na utilização dos recursos disponíveis. O que é bastante comum em ambientes competitivos, onde se busca ganhar participação de mercado mesmo com sacrifício das margens.

Ademais, a falta de aumento na margem dessas empresas, pode significar um impacto de fatores externos, como pressões regulatórias, rigidez nos preços, aumento nos custos operacionais ou limitações de mercado, que impedem uma elevação das margens mesmo diante de mudanças institucionais.

Portanto, os resultados corroboram a hipótese de que o impacto positivo da Lei sobre o ROA das estatais se explica, por meio de ganhos na eficiência operacional, e não por meio de melhorias diretas nas margens de lucratividade. Essa conclusão está de acordo com os objetivos da Lei, que visam promover maior profissionalização, eficiência na gestão e melhores práticas de governança nas empresas estatais brasileiras.

Cabe destacar que essa decomposição do ROA em margem de lucro e giro dos ativos contempla apenas dois dos potenciais mecanismos que podem influenciar a rentabilidade das empresas. Outros fatores, como decisões de investimento, estrutura de capital, eficiência setorial, grau de inovação e práticas de gestão de custos, também têm o potencial de impactar o desempenho. Entretanto, tais mecanismos não foram objeto deste estudo, pois, a pesquisa se concentrou na análise da margem e do giro em razão de sua relevância teórica e de sua relação ao modelo de decomposição tradicional do ROA.

4.3 Análise das Heterogeneidades

Com o objetivo de investigar possíveis variações do efeito entre os diferentes setores econômicos, foi realizada à análise de heterogeneidade. Para mitigar o problema de colinearidade identificado anteriormente, a estratégia adotada consistiu em estimar modelos separadamente para cada setor econômico. As categorias consideradas foram: setor financeiro, setor de utilidade pública e setor de energia.

Os resultados, apresentados na Tabela 6, continuam com a tendência observada nas análises anteriores, uma vez que, em todos dos casos, os coeficientes não alcançam significância estatística, fazendo apenas o setor de utilidade ter uma certa significância, mesmo que, de forma marginal. Isso acontece devido aos intervalos de confiança que incluem zero, conforme detalhado a seguir:

Tabela 6: Impactos heterogêneos da Lei das Estatais por setor econômico

ROA	Coefficiente	Erro-Padrão Robusto	T	$P > t $	Intervalo de Confiança 95 %	
Setor Financeiro	.0167092	.0210133	0.80	0.433	-.0264066	.059825

Setor de Utilidade	.031931	.0169565	1.88	0.067	-.0023957	.0662577
Setor de Energia	.016896	.0202474	0.84	0.449	-.0392298	.0732018

Fonte: Dados da pesquisa (2025)

Ao realizar a análise dos resultados de forma separada por setor, têm-se que, tanto para o setor financeiro quanto para o setor de energia, não foram achadas evidências estatísticas que indiquem a existência de impactos significativos da Lei no desempenho dessas empresas. Os valores de p obtidos foram de 0,433 e 0,449, respectivamente, ambos superiores aos níveis de significância adotados na pesquisa (5% ou 10%). Esse resultado pode ser explicado por características específicas desses setores, que apresentam uma sensibilidade menor a mudanças nos mecanismos de governança corporativa.

Além disso, é possível que a presença de outros fatores, como dinâmica de mercado, estabilidade institucional e outras características próprias tenham contribuído para diluir, ou esconde potenciais efeitos da implementação da referida legislação.

Por outro lado, no setor de utilidades, foi observado um aumento no ROA de 3,19%, com significância estatística ao nível de 10%. Onde embora menos rigoroso continua oferecendo indícios de que a implementação da Lei nº 13.303/2016 exerceu influência positiva sobre o desempenho econômico das empresas desse segmento. Este resultado, inclusive, foi o maior impacto identificado na pesquisa. O que pode ser explicado devido às particularidades do setor de utilidades, que, por ser altamente dependente de ativos, fortemente regulado e frequentemente sujeito a contratos de longo prazo com o setor público, tende a ser mais sensível a melhorias nos mecanismos de governança e controle.

4.4 Teste de Robustez

Com o objetivo de reforçar a validade do modelo e atestar que o efeito identificado decorre, de fato, da promulgação da Lei nº 13.303/2016 e não de tendências anteriores ou de variáveis omitidas, foi realizado um teste de Robustez ou teste placebo. Essa abordagem consiste em simular a implementação da lei em

um período anterior ao real (neste caso, 2016), a fim de verificar se efeitos semelhantes já se encontravam antes da intervenção da lei.

Tabela 7: Impacto da Lei das Estatais em um teste de robustez

ROA	Coefficiente	Erro-Padrão Robusto	T	P > t	Intervalo de Confiança 95 %	
ATET	.0177469	.0110811	1.60	0.114	-.0043482	.039842

ATET - Average Treatment Effect on the Treated

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Os resultados do teste, apresentados na Tabela 7, indicam que o coeficiente estimado para o efeito placebo não foi estatisticamente significativo (p-valor = 0,114). Isso significa que não há evidências de que as empresas do grupo de tratamento apresentavam mudanças no ROA antes da implementação da lei, o que fortalece a interpretação de que o efeito observado no modelo principal é, de fato, atribuído à nova legislação, e não a outros fatores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa objetivou mensurar os efeitos da Lei nº 13.303/2016, a Lei das Estatais, sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas estatais brasileiras. Utilizando como principal métrica de análise o Retorno sobre Ativos (ROA), através do método de Diferenças em Diferenças (DID) aplicado a dados em painel, comparando dados de empresas estatais e privadas nos períodos de 2010 a 2022.

Os resultados obtidos apontam que, de maneira geral, a entrada da Lei das Estatais exerceu um efeito significativamente positivo sobre o ROA. Sugerindo assim, que o fortalecimento dos mecanismos de governança corporativa, transparência e controle, impostos pela Lei, na prática contribuíram para uma melhora no desempenho operacional e financeiro dessas empresas no período analisado. O desmembramento do ROA revelou que esse efeito positivo não se deu por meio da ampliação das margens de lucro, mas sim pelo aumento no giro dos ativos, indicando que tal melhora é atribuída a ganhos de eficiência operacional e melhor utilização dos ativos disponíveis, e não necessariamente à maiores lucros sobre as vendas.

Os testes de robustez, como o teste placebo, reforçam a consistência dos resultados ao não encontrarem efeitos no ROA anteriores à implementação da Lei. O gráfico de event-study complementa essa análise, mostrando que não há efeitos preliminares antes da vigência da Lei e que os impactos começam a ser observados após um intervalo, coerente com o prazo legal de até 24 meses para a adequação das empresas às novas exigências da lei. Por outro lado, as análises adicionais de heterogeneidade indicaram que o impacto da Lei não foi homogêneo entre os setores econômicos. Pois, enquanto o setor de utilidades apresentou um efeito positivo, embora marginal, os setores financeiro e de energia não apresentaram resultados estatisticamente relevantes.

Apesar dos achados, esta pesquisa apresenta algumas limitações. A primeira se refere ao tamanho da amostra, sobretudo no grupo das empresas estatais, que é naturalmente reduzido no Brasil, pois apesar do grande número de estatais brasileiras, muitas não têm ações listadas em bolsa, além claro da grande cultura de privatização no Brasil. O que, por sua vez, pode afetar a potência

estatística dos testes e a generalização dos resultados. Ademais, a dificuldade em obter dados padronizados e completos de algumas empresas também impôs algumas restrições.

Outra limitação da pesquisa, está na modelagem. Embora tenham sido realizados testes de robustez e controles por setor, segmento de governança e outros eventos que afetam a economia como a pandemia da COVID-19 e a crise econômica de 2015-2016, é possível que existam outros eventos que afetem diretamente os resultados obtidos.

Diante das limitações identificadas, algumas sugestões são recomendadas para futuras pesquisas. Primeiramente, sugere-se a ampliar a base de dados, seja incluindo estatais não listadas em bolsa ou até de outros países, para uma análise comparada, e aumentando o período de observação para captar efeitos de mais longo prazo da Lei nº 13.303/2016. Sugere-se também a utilização de outras métricas de desempenho, sejam elas financeiras como ROI, ROE, EBITDA ou Q de Tobin, ou até socioambientais, permitindo uma avaliação mais ampla dos efeitos da Lei sobre a geração de valor econômico, social e ambiental.

REFERÊNCIAS

- ALBUQUERQUE, L. F. G.; IUDICIBUS, S. de. Governança Corporativa: Uma análise da adesão à Lei 13.303 pelas empresas estatais listadas na B3. **Refas - Revista Fatec Zona Sul**, [S. l.], v. 7, n. 6, p. 1–12, 2021.
- AMARAL, Ernesto; Aplicação do método de diferença em diferenças. **Fundação Getúlio Vargas**. 29, Nov. 2011.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 7. ed. São Paulo. Editora Atlas S.A., 2014.
- ASSUNÇÃO, Renata R.; LUCA, Márcia Martins M. de; VASCONCELOS, Alessandra Carvalho. Complexidade e governança corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **R. Cont. Fin.** – USP, São Paulo, v. 28, n. 74, p. 213-228, mai./ago. 2017
- BABIC, V. Corporate governance problems in transition economies. In: Winston-Salem: Wake Forest University (Social Science Research Seminar), 2003.
- BEDICKS, Heloisa. Governança corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil. 1.ed. São Paulo: **Saint Paul Editora**, 2009.
- BEDICKS, Heloisa. **O processo da dispersão de capital no Brasil sob a perspectiva da governança corporativa: Um estudo de casos múltiplos**. São Paulo, 2008. Dissertação de Mestrado.
- BERTUCCI, Janete L. de O; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **R.Adm.** São Paulo, v. 41, n. 2, p. 183-196, abr/jun. 2006
- BIANCHI, Márcia; NASCIMENTO, Auster Moreira. A Controladoria como um Mecanismo Interno de Governança Corporativa e de Redução dos Conflitos de Interesse entre Principal e Agente. **IX Congresso Internacional de Custos**, Florianópolis, SC, 2005.
- BORTOLUZZI, Sandro César; et. al. Avaliação de Desempenho Econômico-Financeiro: Uma Proposta de Integração de Indicadores Contábeis Tradicionais por meio de metodologia multicritério. **Revista Alcance**, v. 18 n. 2(Abr-Jun) (2011).
- BRASIL. Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016. Dispõe sobre o Estatuto Jurídico da Empresa Pública, da Sociedade de Economia Mista e de Suas Subsidiárias, no Âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Brasília, DF.
- BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de Dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Brasília, DF.

CALDEIRA, Marcos, DUFLOTH, S. C.. A lei das estatais e as diretrizes internacionais: convergências para o estado da arte em integridade, compliance e anticorrupção. **Cadernos EBAPE.BR**, Belo Horizonte, v. 19, p 675-688, Nov. 2021.

CAMPANÁRIO, Milton de Abreu; et, al. GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS PÚBLICAS. **RACE, Unoesc**. v. 13. n.2, p 689-7181 Mai-Ago 2014.

CATAPAN, Anderson; COLAUTO, Romualdo Douglas. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos 2010-2012. **Contaduría y Administración**, Paraná, v. 50, p 137-164, Jun-Set 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Cartilha de Governança. 2002.

CRISTÓVAM, J. S. da S.; BERGAMINI, J. C. L. Governança corporativa na Lei das Estatais: aspectos destacados sobre transparência, gestão de riscos e compliance. **Revista de Direito Administrativo**, [S. l.], v. 278, n. 2, p. 179–210, 2019.

CUNHA, Thiago Nery da; FREITAS, Davilla de Souza B.; ARAÚJO, Richard Medeiros. Governança Corporativa e Lucro Estatal: Uma Análise a Partir da Lei das Estatais. **Rev. FSA**, Teresina PI, v. 17, n. 12, art. 3, p. 52-79, dez. 2020.

EISENHARDT, Kathleen M.; Teoria da Agência: Uma Avaliação e Revisão. **Revista de Governança Corporativa, RGC**, São Paulo, v. 2, n.1, art. esp, pp. 1-36, abr 2015.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens; ALVES, Carlos Francisco. Mecanismos de controle na governança corporativa das empresas estatais: uma comparação entre Brasil e Portugal. **Cad. EBAPE.BR**, v. 16, no 1, Rio de Janeiro, Jan./Mar. 2018.

FORTINI, Cristiana; SHERMAN, Ariane. Governança Corporativa e Medidas Preventivas Contra a Corrupção na Administração Pública: Um Enfoque à Luz da Lei nº 13.303/2016. **Revista de Direito da Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, 2016.

GOODMAN-BACON, Bacon; Difference-in-differences with variation in treatment timing. **Journal of Econometrics**, Volume 225, Issue 2, December 2021, Pages 254-277.

GROSMAN, Ana; OKHMATOVSKIY, Ilya; WRIGHT, Mike. State Control and Corporate Governance in Transition Economies: 25 Years on from 1989. **Corporate Governance: An International Review**. v. 24, n. 3, p. 200-221. 2015.

IBGC. **Governança Corporativa**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>
Acesso em: 04 de Maio de 2024

JENSEN, M., & MECKLING, W.; Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. 1976

LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, V. 4, N. 8, P. 209-231, DEZ 1997.

LOCH, Murialdo; SILVA, Jailson Caetano; BUENO, Giovana; MARCON, Rosilene. O Governo como Acionista Principal-Principal no Setor Elétrico Brasileiro. **BBR - Brazilian Business Review**. 2019.

MIRANDA, Rubens Augusto de; AMARAL, Hudson Fernandes.; Governança corporativa e gestão socialmente responsável em empresas estatais. **Revista de Administração Pública**. RAP — Rio de Janeiro 45(4):1069-94, jul./ago. 2011

MOOS, ANA L. S.; SANTI, DIEGO G. Análise de Desempenho Econômico e Financeiro: Um Estudo Comparativo entre os Modelos Tradicionais e o Método Camel aplicado nas Cooperativas de Crédito. **USP International Conference in Accounting**, v. 21, 2021.

NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. Controladoria: Um Enfoque na Eficácia Organizacional. 2. ed. São Paulo, **ATLAS**, 2009.

NASSIFF, Elaina; SOUZA, Crisomar Lobo de. Conflitos de Agência e Governança Corporativa. **Revista do Departamento de Administração da FEA**. São Paulo, CAD. Vol. 7, n.1. Jan - Dez. 2013, p. 01-20.

NUNES, Felipe Bueno Xavier; ALMEIDA, Emerson Gervásio de Almeida. GOVERNANÇA CORPORATIVA: de sua gênese à Lei no 13.303/2016. **Revista Multidisciplinar, Faculdade do Nordeste de Minas**. Minas Gerais, 2020.

OECD - ORGANIZAÇÃO DE COOPERAÇÃO PARA O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, Éditions OCDE, Paris. 2016

OECD - ORGANIZAÇÃO DE COOPERAÇÃO PARA O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais: edição 2015. Paris: OECD Publishing, 2018.

OLIVEIRA, Emerson A Borges de; ALONSO, Eduardo Horita. A aplicação da Lei Anticorrupção e da Lei das Estatais: o compliance como um panorama de entrelaçamento entre o público e o privado. **Prisma Jurídico**, São Paulo, v. 21, n. 2, p. 286-302, dez. 2022.

OLIVEIRA, Vitor Kayo de; HOLLAND, Marcio; SAMPAIO, Joelson O. A nova Lei das Estatais afetou as empresas estatais listadas na bolsa? **Brazilian Review of Finance (Online)**, Rio de Janeiro, Vol. 18, No. 1, Março de 2020, pp. 23–38

PRZEWORSKI, Adam. Sobre o desenho do Estado: uma perspectiva agente × principal. In: BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos (Org.). Reforma do Estado e administração pública gerencial. 5. ed. Rio de Janeiro:FGV, 2003. p. 39-73.

REDE GOVERNANÇA BRASIL. Agenda de Governança Pública no Brasil 2023-2026. Comitê Plano de Governo. Brasília. 2022.

RIBAS, Felipe Santos; BLANCHET, Luiz Alberto. Os impactos da lei 13.303, de 30 de junho de 2016, no desempenho das empresas estatais junto ao mercado financeiro e de capitais: uma análise sob a ótica da governança corporativa. **Scientia Iuris**, Londrina, v. 24, n. 1, p. 10-24, mar. 2020.

SANTOS, Alex Favalessa; et. al. Estatais Brasileiras: Comparativo do desempenho Econômico-financeiro entre Empresas Públicas e Privadas. **RGO - Revista Gestão Organizacional**, Chapecó, v. 15, n. 3, p. 126-142, set./dez., 2022.

SILVA, Fernando Domingues da.; **IMPLANTAÇÃO DA LEI No 13.303/16 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO DO IMPACTO NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS ESTATAIS**. São Paulo, 2018. Dissertação de Mestrado.

SOUZA, A. B. e; BAUER, M. M.; COLETTI, L. A Importância da governança corporativa e do controle interno na área contábil. **Revista Gestão e Desenvolvimento**, [S. l.], v. 17, n. 1, p. 148–174, 2020.

TAVARES FILHO, Francisco. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA. 2006**. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

THORSTENSEN, Vera; FARIA, Antonio Pedro. A OCDE e a Governança Corporativa de Empresas Estatais. **FGV | São Paulo School of Economics**. WORKING PAPER 513 – CCGI, n. 17 , Out. 2019.

TREVISAN, Giuseppe; Applied Econometrics. Selection on Unobservables: Difference-in-differences. Lecture 3. **UFPE - Universidade Federal de Pernambuco**. Set-2019

APÊNDICE

Quadro 8 – Nomes e Setores das Empresas não Estatais Analisadas

Nome	Setor Econômico
Banco ABC Brasil SA	Financeiro
AES Brasil Energia SA	Utilidades
Afluente Transmissão de Energia Elétrica SA	Utilidades
Alupar Investimento SA	Utilidades
Alper Consultoria e Corretora de Seguros SA	Financeiro
B3 SA Brasil Bolsa Balcão	Financeiro
Banco Bradesco SA	Financeiro
Blau Farmacêutica SA	Financeiro
Banco Mercantil do Brasil SA	Financeiro
Banco Mercantil de Investimentos SA	Financeiro
Banco do Nordeste do Brasil SA	Financeiro
Banco BTG Pactual SA	Financeiro
Banco do Estado do Pará SA	Financeiro
Banco Alfa de Investimento SA	Financeiro
Ampla Energia e Servicos SA	Utilidades
Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia Coelba	Utilidades
Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidades
Companhia de Gas de Sao Paulo Comgas	Utilidades
Companhia Energetica do Ceara	Utilidades
CPFL Energia SA	Utilidades
Financeira Alfa SA CFI	Financeiro
Cosan SA	Energia
Companhia Energética do Rio Grande do Norte Cosern	Utilidades
CSU Digital SA	Financeiro
Engie Brasil Energia SA	Utilidades

Elektro Redes SA	Utilidades
Enauta Participações SA	Energia
EDP Energias do Brasil SA	Energia
Eneva SA	Utilidades
Energisa SA	Utilidades
Energisa Mato Grosso Distribuidora de Energia SA	Utilidades
Equatorial Maranhao Distribuidora de Energia SA	Utilidades
Equatorial Para Distribuidora de Energia SA	Utilidades
Equatorial Energia SA	Utilidades
Rio Paranapanema Energia SA	Utilidades
Companhia Celg de Participacoes CELGPar	Utilidades
Igua Saneamento SA	Utilidades
IRB Brasil Resseguros SA	Financeiro
Itaú Unibanco Holding SA	Financeiro
Light SA	Utilidades
Creditaqui Financeira SA - Credito Financiamento e Investimento	Financeiro
Neoenergia SA	Utilidades
Porto Seguro SA	Financeiro
Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros SA	Financeiro
Rede Energia Participações SA	Utilidades
Renova Energia SA Em Recuperacao Judicial	Utilidades
Banco Santander Brasil SA	Financeiro
Transmissora Aliança de Energia Elétrica SA	Utilidades
CTEEP Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	Utilidades
Ultrapar Participacoes SA	Energia
Wiz Co Participações e Corretagem de Seguros SA	Financeiro