

ESTATAIS BRASILEIRAS: COMPARATIVO DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO ENTRE EMPRESAS PÚBLICAS E PRIVADAS

BRAZILIAN STATE-OWNED FIRMS: A PERFORMANCE COMPARISON BETWEEN PUBLIC AND PRIVATE COMPANIES

ALEX FAVALESSA DOS SANTOS

Tribunal de Contas do Estado do Espírito Santo
Mestre em Administração (FUCAPE)

Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-8850-6708> / E-mail: afavalessa@gmail.com
Avenida Fernando Ferrari, 1358 - Boa Vista - CEP: 29.075-505 - Vitória – ES

TALLES VIANNA BRUGNI

Fucape Business School

Pós-Doutor em Finanças e Doutor em Controladoria e Contabilidade

Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-9025-9440> / E-mail: tallesbrugni@fucape.br

AZIZ XAVIER BEIRUTH

Fucape Business School

Doutor em Controladoria e Contabilidade

Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-6962-3044> / E-mail: aziz@fucape.br

BRUNA CAMARGOS AVELINO

Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG

Doutora em Controladoria e Contabilidade

Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-8958-8725> / E-mail: bcavelino@gmail.com

Submissão: 02/07/2021. Revisão: 05/10/2021; Aceite: 09/09/2022. Publicação: 03/10/2022.
DOI: <http://dx.doi.org/10.22277/rgo.v15i3.6537>

RESUMO

Objetivo: O objetivo deste artigo foi verificar se existem evidências estatísticas de que o desempenho econômico-financeiro das empresas estatais brasileiras listadas difere do desempenho das empresas não estatais atuantes em diferentes mercados.

Método / Abordagem: Compuseram a amostra empresas listadas nas bolsas B3, Nasdaq e Nyse, no período de 2010 a 2017. Para testar as hipóteses foram utilizados modelos estatísticos com dados em painel; para mensurar o desempenho, foram empregados os indicadores ROA e ROE como proxies de rentabilidade, e o índice de giro de ativos (IGA) como proxy para eficiência.

Principais resultados: Os resultados indicam que as empresas privadas são mais rentáveis do que as públicas.

Contribuições metodológicas / sociais / gerenciais: Os achados poderão auxiliar os investidores nas decisões de aplicação de seus recursos e servir como subsídio aos gestores públicos para a tomada de decisão quanto à manutenção ou criação de empresas estatais.

Este é um artigo publicado em acesso aberto (Open Access) sob a licença Creative Commons Attribution, que permite uso, distribuição e reprodução em qualquer meio, sem restrições desde que o trabalho original seja corretamente citado.

Originalidade / relevância: A pesquisa procura esclarecer por meio de indicadores contábeis se, mesmo as empresas estatais listadas, sujeitas em tese, a um maior controle regulatório, fiscalizatório e a uma maior pressão por parte de seus investidores privados para obtenção de lucros, sofrem com os desvios de seus recursos para o atendimento de aspectos sócio políticos, que seriam refletidos por um menor desempenho.

Palavras-chave: Desempenho econômico-financeiro. Estatal. Eficiência.

ABSTRACT

Purpose: We investigate whether economic and financial performance of Brazilian state-owned firms differs from the performance of private enterprises. We consider a state-owned firm as the equivalent of a publicly traded company, in which the majority of voting shares and its command belongs to a public entity.

Method / approach: Our analysis focused on data from companies listed on B3, Nasdaq and Nyse, obtained between 2010 and 2017. In order to verify such hypothesis, we ran a set of statistic models through panel data. ROA and ROE were used as proxies for profitability, and the Asset Turnover Ratio (ATR) was used as efficiency proxy, both as tools for measuring performance.

Main finding: Our findings indicate that private companies are more profitable than state-owned enterprises.

Methodological / social / managerial contributions: The results found reinforce the importance of governance, inspection and control mechanisms on aspects related to the economic and financial performance of public companies. The findings may also help investors in decisions to apply their resources and serve as a subsidy for public managers to make decisions regarding the maintenance or creation of state-owned companies.

Originality / relevance: The research seeks to clarify, by means of accounting indicators, whether even listed state-owned companies, subject in theory to greater regulatory and supervisory control and to greater pressure from their private investors to obtain profits, suffer from the detour of their resources to meet socio-political aspects, which would be reflected by a lower performance.

Keywords: Economic and financial performance. State-owned enterprise. Efficiency.

1 INTRODUÇÃO

Trabalhos acadêmicos destacam que as empresas estatais ainda desempenham um importante papel na economia: participam com cerca de 10% do produto interno bruto (PIB) mundial, contribuem para a manutenção de cerca de 6 milhões de empregos diretos e com a organização dos mercados (Bruton, Peng, Ahlstrom, Stan & Xu, 2015; Putniņš, 2015). Apesar disso, o debate sobre a mensuração de seu desempenho continua em aberto e as evidências encontradas sobre esse assunto ainda são, em geral, pouco conclusivas (Nossa, Gonzaga, Nossa, Ribeiro Filho & Teixeira, 2011).

Boa parte dos estudos se esforçaram para comparar o desempenho econômico-financeiro entre empresas estatais e privadas (Giambiagi & Pinheiro, 1997; Nossa et al., 2011; Mamede, Nakamura, Nakamura, Jones & Jardim, 2017; Cheng & Ng, 2018; Vitoria, Bressan & Iquiapaza, 2020), ou comparar o desempenho das empresas públicas antes e após os processos privatização (Pinheiro, 1996; Anuatti-Neto, Barossi-Filho, Carvalho & Macedo,

2005; Barbosa, Costa & Funchal, 2012).

Ainda, outros autores alertam para o fato de que as empresas estatais estão mais sujeitas do que as privadas a uma expropriação de seus investimentos em prol da realocação de tais recursos para o alcance de possíveis objetivos sociais (Laffont & Tiroli, 1991). Para esses autores, a propriedade pública dá aos governos os meios para atingir metas sociais que incluem, mas não se limitam à maximização do lucro. Eles acrescentam que os principais fatores que prejudicam o desempenho das estatais estão relacionados: à baixa restrição orçamentária, à expropriação de recursos, à falta de objetivos precisos, ao lobby e ao bem-estar social.

No cenário brasileiro, é notório que a temática acerca do desempenho das empresas estatais está em evidência. O agravamento do grau de incertezas que circulam na atmosfera político-econômica do Brasil, provocado por ocorrências de corrupção na gestão dessas empresas, aliado a várias tentativas frustradas conduzidas por elas na tentativa de melhorar sua gestão, fizeram reavivar o debate sobre o papel do Estado brasileiro no campo econômico e sobre a viabilidade econômica da manutenção de tais empresas sobre o domínio estatal (Souza & Pereira, 2017; Sousa, Neto, Andriotti & Campagnolo, 2020).

Nesta conjuntura, as empresas estatais brasileiras listadas nas bolsas de valores, necessariamente constituídas sob a forma de sociedade de economia mista, deveriam estar, ao menos em tese, menos sujeitas aos processos de expropriação de seus recursos para saídas sociais, corrupção e *lobby*, do que as empresas estatais não listadas, uma vez que aquelas sofrem maior controle regulatório (a exemplo do exercido pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM) e uma maior pressão por parte de seus investidores privados para obtenção de lucros (Lima, 1997).

Assim, a análise aqui desenvolvida procurou dar foco na comparação do desempenho de empresas estatais e não estatais utilizando na base de dados apenas empresas listadas, diferente dos trabalhos desenvolvidos até o momento, que optaram por comparar o desempenho destas empresas antes e após os processos privatização, ou utilizaram em sua base estatais listadas e não listadas, o que poderia causar viés na amostra, uma vez que as estatais não listadas estão mais sujeitas às interferências políticas em seus resultados do que as não listadas, conforme sugerem Fontes e Picolin (2008) e Boardman e Vining (1989).

Destarte, este estudo busca responder a seguinte questão: existe diferença entre o desempenho econômico-financeiro das empresas estatais brasileiras listadas, quando comparado com o desempenho de empresas não estatais, também listadas, atuantes em diversos mercados? Consequentemente, o objetivo da pesquisa foi analisar se existem evidências estatísticas de que o desempenho econômico-financeiro das estatais listadas difere do desempenho de empresas não estatais atuantes em diferentes mercados.

Os achados deste trabalho poderão auxiliar os investidores nas decisões de aplicação de seus recursos e servir como subsídio aos gestores públicos para a tomada de decisão quanto à manutenção ou criação de empresas estatais.

Importante destacar que, para fins deste estudo, o conceito de empresa estatal é mais estrito do que o utilizado no contexto jurídico: aqui, considera-se como estatal apenas as sociedades de economia mista, ou seja, aquelas empresas de capital aberto em que a maioria das ações e o seu respectivo controle pertença a algum ente público (União, Estado, Município ou mesmo outra Estatal). Ressalta-se ainda que, para minimizar o impacto de possíveis distorções entre as informações contábeis das empresas de diferentes países em função da influência de fatores legais e fiscais existentes em cada um (por exemplo: interferência da legislação do imposto de Renda sobre as demonstrações contábeis), optou-se por estabelecer

como corte o ano de 2010, quando a aplicação das normas contábeis internacionais no cenário nacional atingiu o seu ápice (Freire, Machado, Machado, Souza & Oliveira, 2012).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ESTATAIS E A INFLUÊNCIA DOS FATORES SÓCIO-POLÍTICOS

A participação estatal nos diversos setores da economia continua a ser expressiva em vários países (Siqueira, 2018; Bruton et al., 2015). Putniņš (2015) ressalta que as estatais representam uma parcela substancial do Produto Interno Bruto (PIB), dos empregos e dos ativos de diversas economias ao redor do mundo. Segundo o autor, somente nos países que compõem a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), as empresas estatais empregam mais de seis milhões de pessoas.

No contexto nacional, é notório que os números das empresas estatais se destacam na economia brasileira. Dados consolidados do Boletim das Empresas Estatais Federais, do 4º trimestre de 2017, apontam que elas tiveram dispêndio global da ordem de R\$ 948,3 bilhões, distribuíram cerca de R\$ 7,4 bilhões em dividendos e receberam 3,4 bilhões de aporte do governo federal no ano em análise. Ressalta-se que os dados anteriores se referem apenas às empresas estatais de propriedade federal. Se forem consideradas, ainda, as empresas estaduais e municipais, tais valores tenderão a ser mais expressivos.

O cenário retratado justifica a importância da análise sobre o desempenho econômico-financeiro das estatais, independente do seu papel político e social, haja vista que sua continuidade depende em certo grau do seu desempenho e, conseqüentemente, os benefícios percebidos e direcionados para a sociedade dependem de resultados eficientes por parte deste tipo de organização.

Em relação aos estudos sobre a temática em foco, Boardman e Vining (1989), quando estudaram sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas estatais, destacaram que as evidências comparativas entre as empresas públicas e privadas têm seus resultados empíricos questionáveis porque ignoram os objetivos sociopolíticos das estatais. Nessa mesma linha, Laffont e Tirole (1991) acrescentam que a participação do governo pode causar ineficiência nos custos e receitas, prejudicando a saúde financeira das empresas sob seu controle. Eles alegam que a sabedoria convencional sobre privatizações identificou que a participação dos governos nas empresas estatais gera problemas relacionados a restrições orçamentárias brandas, expropriação de investimentos para fins diversos da maximização dos lucros, falta de objetivos precisos, lobby, bem-estar social e controle centralizado. Esses problemas tendem a prejudicar o desempenho econômico-financeiro destas instituições.

Laffont e Tirole (1991) afirmam que os governos estão sujeitos à pressão dos grupos de interesse (lobbying) para direcionar o comportamento das empresas públicas e melhorar os ganhos particulares desses grupos. Para Aivazian et al. (2005), uma consequência óbvia disso é a constatação dos lobbies exercidos sobre os governos para que coloquem seus indicados nos principais cargos de direção e decisão destas entidades, a fim de direcionarem seus gastos em aplicações que lhes tragam benefícios particulares.

Talvez por isso, para Boardman e Vining (1989), é despropositado usar medidas de rentabilidade como evidência de eficiência em contextos nos quais existem características de monopólio natural ou outras falhas graves de mercado. Para eles, tal comparação somente faz sentido em mercados competitivos, onde as medidas de rentabilidade podem ser usadas como indicadores de eficiência, porque os desvios para objetivos diversos da maximização do lucro são mínimos e, quando ocorrem, estão sujeitos a serem reprimidos por agentes

normativos.

Assim, os autores que argumentam que a comparação entre empresas estatais e privadas não é possível, destacam que o desempenho inferior das estatais está relacionado a uma expropriação intencional de seus objetivos de maximização dos lucros em prol da realização de objetivos sociais e políticos. Entretanto, Boardman e Vining (1989) e Aivazian et al. (2005) chamam atenção para uma importante constatação acerca desta alegação: a impossibilidade de comparação entre estes dois grupos (estatal e privado) diminui na medida que sobre tais organizações sejam exercidos fortes controles por agentes externos.

Diante desse contexto, apesar de existir um viés da literatura que argumenta acerca da impossibilidade de comparação de desempenho entre públicas e privadas, este estudo reconhece essa potencial limitação e pondera assumindo que empresas de capital aberto (sejam públicas ou privadas) estão de alguma forma administrando recursos de terceiros e, conseqüentemente, a entrega de resultados eficientes é natural de ser requerida pelas partes interessadas no negócio, especialmente os acionistas.

2.2 EFICIÊNCIA E DESEMPENHO DAS EMPRESAS ESTATAIS – ESTUDOS EMPÍRICOS

A inquietação dos estudiosos sobre o desempenho do setor estatal brasileiro motivou a elaboração de vários trabalhos sobre o assunto, como os de Pinheiro (1996), Giambiagi e Pinheiro (1997), Anuatti-Neto et al. (2005), Santos, Chan e Silva (2007), Nossa et al. (2011), Barbosa et al. (2012), Cardoso, Maia, S. Santos e Soares (2013), Mamede et al., (2017), Siqueira (2018) e outros.

No ambiente internacional, essa preocupação também parece se sustentar, uma vez que há uma quantidade considerável de estudos, como aqueles relatados por Boardman e Vining (1989), Majumdar (1998), Boubakri e Cosset (1998), Dewenter e Malatesta (2001), Bozec, Breton e Cote (2002), Wolf (2009), Wang e Yung (2011) e Cheng e Ng (2018).

No estudo elaborado por Boardman e Vining (1989), os autores estimaram a performance de 409 empresas privadas, 57 estatais e 23 de propriedade mista, indicadas pela revista Fortune entre as 500 maiores empresas do setor industrial, utilizando medidas de lucro e eficiência para comparar o desempenho entre elas, e as variáveis tamanho, setor, nacionalidade (dummy) e propriedade (dummy) como variáveis de controle. O resultado principal concluiu que empresas estatais de propriedade mista têm desempenho inferior quando comparadas com empresas de propriedade exclusivamente privada.

Meggison et al. (1994) compararam o desempenho financeiro e operacional antes e depois da venda de 93 empresas estatais, de diferentes nacionalidades, que sofreram privatização total ou parcial através de ofertas públicas de ações durante o período de 1961 a 1990. Os resultados evidenciaram melhorias de desempenho sem reduzir número de empregados. Nessa mesma linha, Pinheiro (1996) examinou os impactos da privatização sobre o desempenho das estatais brasileiras que foram privatizadas em dois períodos: 1981 a 1989 e 1991 a 1999. Os resultados estatísticos mostraram que também neste caso o desempenho das empresas melhorou após a privatização. Posteriormente, Anuatti-Neto et al. (2005) chegaram a conclusões semelhantes analisando um conjunto maior de empresas, e ampliando o número de variáveis de controle em sua metodologia.

Complementando, Giambiagi e Pinheiro (1997) apresentaram uma série de dados sobre a rentabilidade e a distribuição de dividendos das estatais brasileiras e reavaliaram o impacto fiscal da privatização, com a inclusão dos setores de mineração, eletricidade e telecomunicações. Os autores chegaram a duas conclusões: primeiro, a relação lucro/patrimônio líquido das estatais, no período 1988 a 1994, foi negativa (-5,4%), e mesmo

no caso dos maiores grupos (Telebrás, Eletrobrás, Vale do Rio Doce e Petrobras), essa relação, embora positiva, não foi expressiva (3,5%); segundo, com a inclusão daqueles setores, o impacto fiscal da privatização pode se revelar mais significativo do que o apresentado em trabalhos anteriores descritos na literatura.

Majumdar (1998) também avaliou as diferenças de desempenho entre empresas públicas, mistas privadas na Índia no período de 1973 a 1974 e de 1988 a 1989. As conclusões indicaram que as empresas públicas federais/estaduais são menos eficientes do que as empresas de economia mista ou privadas.

Corroborando com os resultados anteriores, Boubakri e Cosset (1998) analisaram o desempenho financeiro e operacional de 79 empresas de 21 países em desenvolvimento que sofreram privatização total ou parcial durante o período de 1980/1992, e concluíram que houve aumento significativo na eficiência, no nível de emprego, nos gastos com investimento de capital, na lucratividade e no pagamento de dividendos, além de um declínio no nível de alavancagem dessas empresas.

Resultados similares foram obtidos por La Porta e Lopez-de-Silanes (1999), com as estatais mexicanas privatizadas durante o período 1983 a 1991, sendo encontradas evidências de aumento na rentabilidade das empresas após a privatização (incremento de 24% no lucro operacional). Os estudos de Wolf (2009), Wang e Yung (2011), Nossa et al. (2011), Mamede et al. (2017), Siqueira (2018) e Cheng e Ng (2018) concentraram suas análises na comparação entre o desempenho de estatais e não estatais. Apesar de terem contornos, amostra e metodologia distintas, em geral, as pesquisas indicaram melhor desempenho das empresas privadas, exceto as pesquisas de Nossa et al. (2011) e Correa, Taffarel, Ribeiro e Menon (2016), em que os resultados encontrados foram inconclusivos, e a pesquisa de Siqueira (2018), que demonstrou que as estatais apresentaram menores níveis de gerenciamento de resultados.

Em uma análise diferenciada, Aivazian et al. (2005), examinaram um programa de reforma das estatais chinesas que privilegiou a implantação dos conceitos de governança corporativa no lugar de privatizar estas empresas. Descobriram que a governança nas estatais tem um impacto significativamente positivo em seu desempenho. Além disso, os resultados indicaram que, mesmo sem privatização, essa reforma é uma maneira eficaz de melhorar o desempenho das estatais; ela representa uma alternativa política para os países que buscam reestruturar as empresas estatais sem uma maciça privatização.

Ainda nesta temática, mas com outro foco, Mühlkamp (2015) argumenta que os lucros não são uma medida de desempenho razoável para as empresas públicas. Segundo o autor, as evidências de sua pesquisa indicam que aqueles autores estavam enviesados em sua seleção de estudos empíricos e, por conseguinte, também em sua conclusão. Para ele, a verdadeira imagem das estatais é muito mais diferenciada do que eles sugerem. A Tabela 1 sintetiza o levantamento das pesquisas sobre o tema.

Tabela 1

Resumo das conclusões dos principais trabalhos sobre o tema.

Melhor desempenho empresa privadas / pós privatizadas	Melhor desempenho estatal	Indiferente
Boardman e Vining (1989); Megginson et al. (1994); Pinheiro (1996); Giambiagi e Pinheiro (1997); Majumdar (1998); Boubakri e Cosset (1998); Dewenter e Malatesta (2001); Bozec et al. (2002); Anuatti-Neto et al. (2005); Santos et al. (2007); Wolf (2009); Wang e Yung (2011); Barbosa et al. (2012); Cardoso et al. (2013); Mamede et al. (2017); Cheng e Ng (2018).	Bozec et al. (2002); Siqueira (2018).	Dewenter e Malatesta (2001); Anuatti-Neto et al. (2005); Wang e Yung, (2011); Cardoso et al. (2013); Siqueira (2018).

Esta pesquisa busca utilizar como controle na base de dados apenas empresas estatais brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores que, ao menos em tese, deveriam estabelecer como objetivo principal a maximização de seus lucros para atender aos anseios dos investidores externos, conforme destacou Bozec et al. (2002).

2.3 INDICADORES DE DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO EM ESTUDOS SOBRE EMPRESAS ESTATAIS

Entre os trabalhos acadêmicos que tiveram como objetivo medir o desempenho econômico e financeiro das empresas estatais com base em indicadores contábeis, a maioria substancial utilizou *proxies* de rentabilidade, investimento e endividamento, além de medidas de eficiência operacional, como aquelas que relacionam receita ou resultado líquido com número de empregados e receita por ativo total. Na Tabela 2, elencam-se os principais indicadores de desempenho encontrados na literatura e as fontes de sua evidenciação:

Tabela 2
Principais indicadores de desempenho encontrados na literatura.

Indicadores	Métrica	Principais estudos empíricos
Rentabilidade	Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE)	Boardman & Vining (1989); Megginson <i>et al.</i> (1994); Pinheiros (1996); Boubakri & Cosset (1998); Dewenter & Malatesta (2001); Anuatti-Neto <i>et al.</i> (2005); Cardoso <i>et al.</i> (2013).
	Retorno sobre os ativos (ROA)	Boardman & Vining (1989); Megginson <i>et al.</i> (1994); Boubakri & Cosset (1998); Dewenter & Malatesta (2001); Bozec <i>et al.</i> (2002); Anuatti-Neto <i>et al.</i> (2005); Carlin & Pham (2008); Cardoso <i>et al.</i> (2013).
	Retorno sobre vendas (ROS)	Boardman & Vining (1989); Megginson <i>et al.</i> (1994); Pinheiros (1996); Boubakri & Cosset (1998); La Porta & Lopez-de-Silanes (1999); Dewenter & Malatesta (2001); Bozec <i>et al.</i> (2002); Anuatti-Neto <i>et al.</i> (2005).
	Receita Operacional sobre Ativo Imobilizado	La Porta & Lopez-de-Silanes (1999); Anuatti-Neto <i>et al.</i> (2005).
Eficiência	Vendas por Empregado	Boardman & Vining (1989); Megginson <i>et al.</i> (1994); Boubakri & Cosset (1998); La Porta & Lopez-de-Silanes (1999); Dewenter & Malatesta (2001).
	Vendas por Ativo Total (Giro dos Ativos - IGA)	Boardman & Vining (1989); Dewenter & Malatesta (2001).
	Resultado Líquido por Empregados	Boubakri & Cosset (1998).
Investimento	Investimento sobre Ativos Totais	Megginson <i>et al.</i> (1994); Boubakri & Cosset (1998).
	Investimento sobre Vendas	Megginson <i>et al.</i> (1994); Pinheiros (1996); Boubakri & Cosset (1998); La Porta & Lopez-de-Silanes (1999); Anuatti-Neto <i>et al.</i> (2005).
	Investimento sobre imobilizado	Pinheiros (1996); La Porta & Lopez-de-Silanes (1999); Anuatti-Neto <i>et al.</i> (2005).
Endividamento	Passivo Circulante + Realizável LP / Ativo Total (Índice Geral de Endividamento - IGE)	Megginson <i>et al.</i> (1994); Boubakri & Cosset (1998); Anuatti-Neto <i>et al.</i> (2005).
	Passivo Total / Ativo Total	Boubakri e Cosset (1998); Carlin & Pham (2008).
Pagamento de Dividendos	Dividendos sobre Vendas	Megginson <i>et al.</i> (1994); Boubakri & Cosset (1998).
	Dividendos sobre Resultado Líquido	Megginson <i>et al.</i> (1994); Boubakri & Cosset (1998); Anuatti-Neto <i>et al.</i> (2005).

As observações expostas na Tabela 2 são ratificadas por Catapan e Colauto (2014). Tais autores destacam o fato de não haver consenso entre os trabalhos acadêmicos quanto à utilização de indicadores para medir o desempenho econômico-financeiro de empresas. De todo modo, o que parece unânime entre os autores é o fato de que a análise das demonstrações representa um dos estudos mais importantes da Administração Financeira, por se tratar de uma relevante fonte de informação para a tomada de decisões em ambientes de negócios cada vez mais competitivos, em especial quando o objeto é comparar o desempenho de grupos de empresas (Camargos & Barbosa, 2005), tal como se configura o objeto desta pesquisa.

2.4 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

Alguns autores defendem que, apesar dos vários estudos sobre o desempenho das empresas estatais, não há evidências robustas que suportem a hipótese de que a estrutura de propriedade estatal possui desempenho inferior às estruturas privadas, pois grande parte deles não considerou os aspectos sócio-políticos aos quais as empresas públicas estão associadas (Boardman & Vining, 1989).

Para Laffont e Tirole (1991), os gestores das empresas públicas, em geral, são forçados a direcionar parte de seus retornos financeiros para atender a metas sociais, tais como: conter o desemprego, limitar as exportações ou promover o desenvolvimento regional, além de estarem sujeitos a atender partidos políticos devido à pressão de grupos de interesse. Para os autores mencionados, a expropriação dos recursos das empresas estatais para atender a esses objetos seria uma explicação possível para o baixo desempenho das estatais.

Conforme já mencionado, a análise desenvolvida nesta pesquisa procurou dar ênfase na comparação do desempenho de empresas considerando a sua estrutura de propriedade e utilizando na base de dados apenas empresas listadas, diferente dos trabalhos anteriores, que optaram por comparar o desempenho destas empresas antes e após os processos de privatização, ou utilizaram em sua base estatais listadas e não listadas. Isto poderia causar viés na amostra, uma vez que as estatais não listadas estão mais sujeitas às interferências políticas em seus resultados do que as não listadas, segundo sugerem Fontes e Picolin (2008) e Boardman e Vining (1989).

Assim, parte significativa dos trabalhos que trataram da comparação entre o desempenho de empresas estatais e não estatais, utilizaram como controle um grupo heterogêneo de estatais com diversas finalidades, sem distinguir aquelas que estão mais focadas no interesse público daquelas que possuem como premissa competir no setor econômico em busca, primordialmente, de lucro (Lima, 1997), como deveria ser o caso das empresas listadas.

Desta forma, este estudo parte de uma amostra comparativa mais homogênea, tomando por base um grupo de empresas estatais listadas – sobre as quais, ao menos em tese, recairia maior controle regulatório e fiscalizatório – e outro de empresas privadas também listadas, no intuito de buscar evidências estatísticas que indiquem se, entre eles, há diferenças de desempenho econômico-financeiro.

Destarte, foram formuladas as seguintes hipóteses:

- a) H_0 : A rentabilidade das empresas estatais listadas difere da rentabilidade das empresas privadas do grupo amostral.
- b) H_1 : A eficiência das empresas estatais listadas difere da eficiência das empresas privadas do grupo amostral.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Este estudo apresenta-se como uma pesquisa descritiva de natureza quantitativa. Os dados são de origem secundária e foram constituídos de informações contábeis coletadas na base de dados Economática. A amostra inicial foi composta por companhias registradas na Brasil, Bolsa Balcão - B3, *Nasdaq Stock Market* - NASDAQ e *New York Stock Exchange* - NYSE. Como a literatura nacional indica que, no Brasil, a técnica de convergência às normas internacionais de contabilidade atingiu o seu auge em 2010, quando as companhias abertas foram obrigadas a adotar integralmente as normas contábeis internacionais (Freire et al., 2012), optou-se por utilizar os anos de 2010 a 2017 como intervalo de análise.

Desta forma, o corte amostral foi proposto como forma de minimizar o impacto de possíveis distorções entre as informações contábeis das empresas de diferentes países em função da influência de fatores legais e fiscais existentes em cada um, a exemplo da interferência da legislação fiscal do imposto de renda sobre as demonstrações contábeis (Boardman & Vining, 1989), como costumeiramente acontecia no Brasil.

Inicialmente, a partir da base de dados Economática, foram listadas todas as empresas ativas que, na data da extração dos dados, tivessem como tipo de ativo válido aquilo que se entende por “ação”, gerando um quantitativo de 4.135 registros. Em seguida, para cada uma das empresas, foram geradas informações dos valores do Ativo Total, Patrimônio Líquido, Receita Líquida e Receita de Intermediação Financeira (para capturar o valor da receita das empresas do setor financeiro) em dólares americanos, além dos indicadores ROA (Retorno sobre os ativos), ROE (Retorno sobre Patrimônio líquido), IGA (Giro dos Ativos) e IGE (Índice Geral de Endividamento), para cada um dos anos da amostra.

A partir da amostra inicial, foram excluídas as empresas que não apresentavam dados suficientes para as análises propostas, como Ativo Total zerado e Patrimônio Líquido negativo, permanecendo um quantitativo de 1.429 companhias. Posteriormente, foram excluídas todas as empresas dos setores que não tivessem pelo menos um representante em ambos os grupos analisados. Ao final, o conjunto amostral foi composto por 388 entidades, sendo 40 estatais e 348 não estatais.

3.1 VARIÁVEIS, MODELOS ECONOMÉTRICOS E PROCEDIMENTOS ESTATÍSTICOS

Neste tópico, evidenciou-se as variáveis explicativas que foram utilizadas no estudo como forma de demonstrar a possível relação das dependentes (ROA, ROE e IGA) com as independentes. Foram seguidos os modelos propostos por Boardman e Vining (1989), Megginson et al. (1994), Boubakri e Cosset (1998), Dewenter e Malatesta (2001), Anuatti-Neto et al. (2005), Nossa et al. (2011) e Mamede et al. (2017), com as devidas adaptações. Como metodologia de análise do desempenho econômico-financeiro da amostra, foram avaliadas as *proxies* rentabilidade (1) e eficiência (2), conforme apresentado na Tabela 3.

Tabela 3
Variáveis Dependentes.

<i>Proxy</i>	Variável	Descrição	Métrica	Sinal esperado	Referências
Rentabilidade (1)	ROA	Retorno sobre ativos (<i>return on assets</i>): mensura a rentabilidade sobre os ativos totais da empresa.	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	+	Boardman e Vining (1989); Megginson et al. (1994); Boubakri e Cosset (1998); Dewenter e Malatesta (2001); Bozec et al. (2002); Anuatti-Neto

Estatais brasileiras: comparativo do desempenho econômico-financeiro entre empresas públicas e privadas

Eficiência (2)	ROE	Retorno sobre Patrimônio Líquido (<i>return on equity</i>): mensura a rentabilidade sobre o patrimônio líquido da empresa.	Lucro Líquido Patrimônio Líquido	+	<i>et al.</i> (2005); Carlin e Pham (2008); Cardoso <i>et al.</i> (2013). Boardman e Vining (1989); Megginson <i>et al.</i> (1994); Pinheiros (1996); Boubakri e Cosset (1998); Dewenter e Malatesta (2001); Anuatti-Neto <i>et al.</i> (2005); Cardoso <i>et al.</i> (2013).
	IGA	Giro do ativo (<i>asset turnover</i>): indica quanto a empresa obteve de Receita Líquida em relação ao Ativo Total em determinado período. Mede a eficiência com que a empresa utiliza seus Ativos.	Receita Líquida Ativo Total	+	Boardman e Vining (1989); Dewenter e Malatesta (2001).

Para observar a existência de diferenças de desempenho entre as empresas estatais e as não estatais foram utilizadas as seguintes variáveis independentes/controle:

Tabela 4
Variáveis Independentes/Controle

Variáveis	Descrição	Métrica	Sinal esperado	Referência
Propriedade	<i>Dummy</i> para indicar a propriedade da empresa	(1) Estatal / (0) Privada	n/a	Boardman e Vining (1989); Dewenter e Malatesta (2001).
Nacionalidade	<i>Dummy</i> para indicar a nacionalidade da empresa	(1) Nacional / (0) Outras Nacionalidades	n/a	Boardman e Vining (1989);
Tamanho	Variável que indica o tamanho da empresa com base no logaritmo do Ativo Total	Log (Ativo Total)	+	Boardman e Vining (1989); Megginson <i>et al.</i> (1994); Pinheiros (1996); Dewenter e Malatesta (2001); Anuatti-Neto <i>et al.</i> (2005); Cardoso <i>et al.</i> (2013).
TXPIB	Variável que indica a taxa de crescimento do país de localização da empresa em cada um dos anos da amostra	-	+	Boardman e Vining (1989)
IGE	Índice geral de endividamento, que indica o grau de a alavancagem da empresa.	Passivo Circulante + Realizável LP Ativo Total	-	Megginson <i>et al.</i> (1994); Boubakri & Cosset (1998); Anuatti-Neto <i>et al.</i> (2005).

Com base nas variáveis propostas para este estudo, como forma de mensurar as relações entre as dependentes e as independentes, foi elaborada a Tabela 5 para apresentação dos modelos das equações econométricas:

Tabela 5
Modelo das Regressões.

Variáveis Dependentes	Equação
Rentabilidade (ROA)	$RENT(ROA)_{t,i} = \beta_1 + \beta_2 \text{Propriedade} + \beta_3 \text{TXPIB}_{t,i} + \beta_4 \text{Tamanho}_{t,i} + \beta_5 \text{IGE} + \beta_6 \text{Nacionalidade}$
Rentabilidade (ROE)	$RENT(ROE)_{t,i} = \beta_1 + \beta_2 \text{Propriedade} + \beta_3 \text{TXPIB}_{t,i} + \beta_4 \text{Tamanho}_{t,i} + \beta_5 \text{IGE} + \beta_6 \text{Nacionalidade}$
Eficiência (IGA)	$EFIC(IGA)_{t,i} = \beta_1 + \beta_2 \text{Propriedade} + \beta_3 \text{TXPIB}_{t,i} + \beta_4 \text{Tamanho}_{t,i} + \beta_5 \text{IGE} + \beta_6 \text{Propriedade}$

3.2 PROCEDIMENTOS ESTATÍSTICOS

Com o intuito de conferir maior robustez e adequação aos dados da amostra, foram aplicados os seguintes testes/procedimentos: (1) *winsorize*, para verificar a existência de possíveis *outliers* na base de dados e inferir valor de limite; (2) teste VIF, para avaliar a colinearidade; (3) teste de diferença de médias para verificar se existem diferenças nas médias das variáveis dependentes em ambos grupos (empresas estatais e privadas); e, (4) Dados em Painel, com os modelos pooled, efeitos fixos e efeitos aleatórios, com os respectivos testes de validação, *Chow*, *Breusch Pagan* e *Hausman*. Todos os testes estatísticos foram realizados utilizando o software *STATA*, versão 12.0.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Primeiramente, com o objetivo de minimizar o impacto da não normalidade das observações extremas, foi adotada a abordagem de atribuir o valor limite caso a observação estivesse fora do limite inferior ou superior, permitindo aproximar os valores extremos da média da distribuição. Para tanto, aplicou-se a técnica *winsor* do software *STATA*, que consiste na alteração estatística dos *outliers* pelo mais próximo do percentual definido para suprir ou controlar os dados extremos (Giarola, 2017). Neste estudo, o ajuste *winsorize* foi de 0,015 (ou 1,5%). Posteriormente, foram realizadas as análises descritivas das variáveis dependentes e independentes. As medidas utilizadas foram: média, desvio padrão, máximo e mínimo (Tabela 6).

Tabela 6
Estatística Descritiva.

Variáveis	Nº de Observações	Média	Desvio Padrão	Min	Max
ROA	2856	0.014	0.111	-0.660	0.282
ROE	2856	0.076	0.229	-0.938	0.910
IGA	2856	0.310	0.421	0.000	2.340
IGE	2856	0.664	0.247	0.005	0.973
Tamanho (log do Ativo)	2856	15.181	3.256	4.936	20.410

Conforme evidenciado na Tabela 6, ao todo a base é composta por 2856 observações extraídas dos anos de 2010 a 2017, em um painel não balanceado. Os valores extremos (mínimo/máximo) indicados na variável Tamanho refletem a realidade da base utilizada,

composta por empresas de diversos setores. As variáveis ROA, ROE, IGE e IGA apresentaram níveis de desvio padrão inferiores a 1%, indicando que os dados possuem uma certa proximidade com a média das observações (Mamede et al., 2017). A variável Tamanho apresentou o desvio padrão um pouco mais elevado, informação que já poderia ser esperada em virtude da distância existente entre seus valores extremos. Observou-se uma redução nos valores máximo, mínimo e desvio padrão das variáveis após os procedimentos *winsorize*.

Em seguida, foram aplicados testes de diferença de médias, cujo objetivo foi checar se existe diferença entre a média aritmética amostral nos dois grupos de empresas – estatais e privadas. Na Tabela 7, são apresentados os resultados do teste de médias das variáveis dependentes do modelo.

Tabela 7
Teste de Médias

Variáveis Dependentes	Médias dos Grupos			Diferença	p-valor
	0 - Privado	1 – Estatal	Geral		
ROA	0,0137	0,0235	0,0147	-0,0098	0,1497
ROE	0,0765	0,0776	0,0766	-0,0011	0,9347
IGA	0,3088	0,3258	0,3106	-0,0170	0,5091

Nota: Teste de médias para duas amostras com 2856 observações, compostas por 2559 observações de empresas privadas (0) e 297 observações de empresas públicas (1). Onde: **ROA**: índice de rentabilidade obtido pela razão o Lucro Líquido e o Ativo total; **ROE**: índice de rentabilidade obtido pela razão o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido; **IGA**: Giro dos ativos, indicador de eficiência obtido pela razão a Receita Líquida e o Ativo Total. **Grupos: 0 - Privado**: composto por 348 empresas privadas. **1 - Estatal**: composto por 40 empresas estatais. Variáveis winsorizadas (1,5% nos limites inferior e superior).

Resumidamente, as evidências estatísticas apuradas a partir da análise dos resultados da Tabela 7 levam a inferir que não existem diferenças estatisticamente significativas entre os valores médios das três variáveis dependentes do modelo (ROA, ROE e IGA), ou seja, não é possível rejeitar a hipótese nula ($H_0: \mu_1 - \mu_2 = 0$), indicando que em pelo menos uma observação os valores médios amostrais são iguais.

Após os testes estatísticos para avaliar o conjunto amostral, foram realizadas as análises inferenciais a partir dos modelos econométricos e, na sequência, a discussão dos resultados. Para a escolha do modelo em painel mais adequado (*pooled*, efeito fixo ou aleatório), foram aplicados os testes de *Chow*, *Breusch-Pagan* e *Hausman*, concluindo que o modelo que melhor responde às hipóteses propostas é o de efeitos aleatórios.

Na Tabela 8, apresenta-se o resultado do modelo econométrico para dados em painel de efeitos aleatórios e com o uso do estimador *robust* em cada uma das *proxies* propostas, para avaliar as hipóteses apresentadas no tópico 2.

Tabela 8
Aplicação dos Testes dos Modelos para Dados em Painel.

Determinantes de Desempenho	Proxy Rentabilidade (ROA)		Proxy Rentabilidade (ROE)		Proxy Eficiência (IGA)	
	Coefficiente	P> z	Coefficiente	P> z	Coefficiente	P> z
Propriedade (1 estatal / 0 privada)	-0.036	0.028**	-0.071	0.024**	0.115	0.148
TXCPIB	0.066	0.542	0.405	0.114	0.161	0.320
Tamanho (Log Ativo)	0.025	0.000***	0.030	0.000***	-0.035	0.003***
IGE (Índice de endividamento)	-0.120	0.149	-0.129	0.106	0.068	0.273
Nacionalidade (1 BR / 0 Outros)	0.080	0.000***	0.114	0.000***	-0.172	0.015**
Constante	-0.330	0.000**	-0.350	0.002***	0.857	0.000***

R ² ajustado:			
Within	0.1432	0.0226	0.0022

Nota: testes estatísticos apresentados com modelo utilizando efeitos aleatórios, com o estimador **robust**, em painel não balanceado com 2856 observações. Onde: **ROA**: índice de rentabilidade obtido pela razão o Lucro Líquido e o Ativo total; **ROE**: índice de rentabilidade obtido pela razão o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido; **IGA**: Giro dos ativos, indicador de eficiência obtido pela razão a Receita Líquida e o Ativo Total. **Propriedade**: *dummy* que indica (1) para empresas estatais e (0) para empresas não estatais. **Tamanho**: obtido pelo logaritmo natural do ativo total. **IGE**: representa a alavancagem dada pelo somatório do passivo circulante mais o passivo não circulante dividido pelo ativo total. **Nacionalidade**: *dummy* e representa (1) para empresas brasileiras e (0) outras. **TXCPIB**: corresponde ao PIB de cada país em cada um dos anos da amostra. ***, ** e * denotam significância estatística ao nível de 1%; 5% e 10%, respectivamente. Variáveis winsorizadas (1,5% nos limites inferior e superior).

Fonte: elaborada pelo autor.

Como pode ser observado na Tabela 8, os resultados demonstram que há indícios de diferença de desempenho entre as empresas estatais e as empresas privadas, considerando as *proxies* de rentabilidade ROA e ROE, não rejeitando, desta forma, a hipótese H0. Os resultados estatísticos indicam que, em geral, as estatais apresentam rentabilidade inferior quando comparadas às empresas não estatais. Os resultados das equações de regressão sugerem que as organizações não estatais são 3,6% mais rentáveis, considerando o indicador ROA e 7,1% mais rentáveis, quando utilizado o indicador ROE, ambos com valor $p < 0.05$. Com relação à *proxy* de eficiência (IGA), nada pode ser afirmado, uma vez que a estatística *p* da variável Propriedade não apresentou significância estatística minimamente aceitável ($p > 0.1$).

Além disso, verifica-se que, das variáveis explicativas, o Tamanho e a Nacionalidade estão relacionados com o desempenho, mostrando-se estatisticamente significativas quando analisados os modelos ROA, ROE e IGA. A interpretação do coeficiente da variável Tamanho indica que quanto maior a empresa é, melhor é o seu índice de rentabilidade (ROA 2,5% e ROE 3,0%), conforme amplamente sugerido pela literatura de finanças. A relação é oposta quando se compara esta variável (Tamanho) com a *proxy* de eficiência (IGA, coeficiente -3,5%), indicando que empresas maiores tendem a ser menos eficientes.

Como resultado subjacente, merece destaque o fato de a variável Nacionalidade ter indicado que a rentabilidade das empresas nacionais foi superior à rentabilidade das empresas de outras nacionalidades (ROA: 8,0% e ROE: 11,4%). Entretanto, observou-se resultado inverso com relação à *proxy* de eficiência, que evidenciou desempenho inferior por parte das empresas brasileiras em comparação com o resultado das empresas de outras nacionalidades (IGA: -17,2%). Já para as variáveis que representaram a taxa de crescimento do PIB (TXCPIB) e o Índice de Endividamento (IGE), nada pode-se afirmar, visto que não apresentaram resultados estatisticamente significativos em nenhum dos modelos propostos.

Os resultados encontrados nesta pesquisa são semelhantes aos achados de Boardman e Vining (1989), Giambiagi e Pinheiro (1997), Majumdar (1998), Dewenter e Malatesta (2001) e Wolf (2009) no que diz respeito a um melhor desempenho das empresas privadas quando comparados os indicadores de rentabilidade aos das estatais brasileiras. Entretanto, quando comparada a *proxy* de eficiência por meio do IGA, os resultados aqui apresentados diferem dos trabalhos supracitados, os quais constataram que também nesse caso as empresas privadas se mostraram mais eficientes do que as estatais.

A relação positiva entre o tamanho das empresas e os indicadores de rentabilidade também foi similar ao encontrado no estudo de Nossa et al. (2011). Por outro lado, os resultados observados para as variáveis taxa crescimento PIB e IGE diferem dos evidenciados nas pesquisas de outros autores, como Mamede et al. (2017) e Wolf (2009).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi verificar se existem evidências de que o desempenho econômico-financeiro das empresas estatais brasileiras listadas difere do desempenho das empresas privadas atuantes em diferentes mercados. Neste sentido, as hipóteses propostas nesta pesquisa tiveram como propósito esclarecer, por meio de indicadores contábeis se, mesmo as estatais listadas, sujeitas, em tese, a um maior controle regulatório, fiscalizatório e a uma maior pressão por parte de seus investidores privados para obtenção de lucros, sofrem com os desvios de seus recursos para o atendimento de aspectos sócio políticos, que seriam refletidos por um menor desempenho.

Os achados desta pesquisa vão ao encontro das conclusões de Boardman e Vining (1989), Giambiagi e Pinheiro (1997), Majumdar (1998), Dewenter e Malatesta (2001) e Wolf (2009) e outros, que também demonstraram melhor desempenho das empresas privadas frente às empresas estatais.

Os resultados reportaram que as entidades estatais são 3,6% menos rentáveis, considerando o indicador ROA e 7,1% menos rentáveis, utilizando o indicador ROE. Entretanto, para a *proxy* de eficiência (IGA) não se pode deduzir o mesmo, pois os resultados deste modelo não foram estatisticamente significativos (valor-p > 0,05). A hipótese H0 elencada nesta pesquisa não foi rejeitada, ou seja, é possível afirmar que existem diferenças entre o desempenho das empresas estatais quando comparado ao desempenho das não estatais, sendo que as últimas apresentam melhor desempenho. Por outro lado, nada pôde-se afirmar sobre a hipótese H1.

Alguns resultados adjacentes desta pesquisa merecem destaque e chamam atenção para possíveis implicações práticas e teóricas deste estudo. A análise da variável Nacionalidade apresentou evidências que indicam que a eficiência das empresas brasileiras é 17,2% inferior à eficiência das empresas de outras nacionalidades, embora apresentem melhores índices de rentabilidade (ROA: 8,0% e ROE: 11,4%). Apesar desse achado parecer controverso, do ponto de vista econômico, uma possível justificativa para esse resultado poderia estar relacionada aos diversos problemas de infraestrutura encontrados no Brasil, por exemplo.

A pesquisa apresenta algumas limitações que precisam ser consideradas: (1) a base de dados, uma vez que na Economia não é possível encontrar informações como o número de funcionários, dados de produtividade das empresas, além de não ser possível diferenciar, entre as empresas de outras nacionalidades, quais são de propriedade estatal; (2) o número maior de variáveis de controle, pois é possível que demais variáveis externas não incluídas no modelo apresentem influência significativa sobre os resultados; (3) a ausência de variáveis que indiquem a influência dos aspectos sócio-políticos das empresas estatais no desempenho destas empresas; e (4) as empresas estrangeiras da base limitaram-se apenas àquelas disponíveis na Economia.

Por fim, para estudos futuros, recomenda-se a inclusão de novas variáveis, com o objetivo de identificar outros fatores que impactam o desempenho econômico-financeiro das estatais, como aspectos sócio-políticos, a expropriação de retornos financeiros para atender a metas sociais e ao lobby exercido por grupos de interesse, além de variáveis de controle referentes a mecanismos de governança corporativa, relativas ao nível de concentração acionária, bem como estimativas considerando empresas de um mesmo setor e análises que levem em conta a estrutura de capital das empresas e a sensibilidade da *performance* ao nível de corrupção. Recomenda-se também um estudo que possa avaliar a eficácia das políticas adotadas pelas agências reguladoras no controle das empresas que atuam no mercado de

capitais, e outro que avalie os controles internos e/ou os mecanismos de governança corporativa das estatais listadas.

REFERÊNCIAS

Anuatti-Neto, F., Barossi-Filho, M., Carvalho, A. G. D., & Macedo, R. (2005). Os efeitos da privatização sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas privatizadas. *Revista Brasileira de Economia*, 59(2), 151-175.
<http://dx.doi.org/10.1590/S0034-71402005000200001>

Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). Can corporatization improve the performance of state-owned enterprises even without privatization? *Journal of Corporate Finance*, 11(5), 791-808. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2004.11.001>

Barbosa, C., Costa, C. M., & Funchal, B. (2012). The effects of privatization on the capital structure of Brazilian firms. *Applied Economics Letters*, 19(12), 1189-1192.
<https://doi.org/10.1080/13504851.2011.617687>

Boardman, A. E., & Vining, A. R. (1989). Ownership and performance in competitive environments: A comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises. *the Journal of Law and Economics*, 32(1), 1-33.
<http://dx.doi.org/10.1086/467167>

Boubakri, N., & Cosset, J. C. (1998). The financial and operating performance of newly privatized firms: Evidence from developing countries. *The Journal of Finance*, 53(3), 1081-1110.

Bozec, R., Breton, G., & Cote, L. (2002). The performance of state-owned enterprises revisited. *Financial Accountability & Management*, 18(4), 383-407.
<https://doi.org/10.1111/1468-0408.00158>

Bruton, G. D., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Stan, C., & Xu, K. (2015). State-owned enterprises around the world as hybrid organizations. *Academy of Management Perspectives*, 29(1), 92-114.

Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2005). Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. *REGE - Revista de Gestão*, 12(2), 99-115.

Cardoso, V. I. C., Maia, A. B. G. R., dos Santos, S. M., & de Assis Soares, F. (2013). O impacto da privatização no desempenho econômico: um estudo em empresas brasileiras de grande porte. *Revista Ibero Americana de Estratégia*, 12(3), 183-211.

Catapan, A., & Colauto, R. D. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), 137-164. [https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)71268-9](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(14)71268-9)

Cheng, Q., & Ng, A. (2018). State Ownership, Governance and Financial Performance of Chinese State Owned Enterprises. *Journal of Accounting*, 8(1).

Dewenter, K. L., & Malatesta, P. H. (2001). State-owned and privately owned firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity. *American Economic Review*, 91(1), 320-334. [10.1257/aer.91.1.320](https://doi.org/10.1257/aer.91.1.320)

Fontes Filho, J. R., & Picolin, L. M. (2008). Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. *Revista de Administração Pública*, 42(6), 1163-1188.

Machado, M. R. R., Machado, L. S., Souza, E. S., & de Oliveira, J. J. (2012). Aderência às normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(15), 3-22. <https://doi.org/10.11606/rco.v6i15.52654>

Giambiagi, F., & Pinheiro, A. C. (1997). Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre a privatização no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 51(1), 93-132.

Laffont, J. J., & Tirole, J. (1991). The politics of government decision-making: A theory of regulatory capture. *The quarterly journal of economics*, 106(4), 1089-1127. <https://doi.org/10.2307/2937958>

La Porta, R., & Lopez-de-Silanes, F. (1999). The benefits of privatization: Evidence from Mexico. *The quarterly journal of economics*, 114(4), 1193-1242.

Lima, E. C. P. (1997). *Privatização e desempenho econômico: teoria e evidência empírica*. Recuperado de http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2390/1/td_0532.pdf.

Majumdar, S. K. (1998). Assessing comparative efficiency of the state-owned mixed and private sectors in Indian industry. *Public Choice*, 96(1), 1-24.

Mamede, S. D. P. N., Nakamura, W. T., Nakamura, E. A. M. V., Jones, G. D. C., & Jardim, J. R. D. P. S. (2017). Empresas brasileiras estatais e não estatais: uma análise das relações de endividamento. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(2), 4-22.

Meggison, W. L., Nash, R. C., & Van Randenborgh, M. (1994). The financial and operating performance of newly privatized firms: An international empirical analysis. *The Journal of Finance*, 49(2), 403-452. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb05147.x>

Mühlenkamp, H. (2015). From state to market revisited: A reassessment of the empirical evidence on the efficiency of public (and privately-owned) enterprises. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 86(4), 535-557. <https://doi.org/10.1111/apce.12092>

Pinheiro, A. C. (1996). Impactos microeconômicos da privatização no Brasil. *Pesquisa e planejamento econômico*, 26(3), 357-98. Recuperado de <http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/viewFile/744/684>.

Putniņš, T. J. (2015). Economics of state-owned enterprises. *International Journal of Public Administration*, 38(11), 815-832. <https://doi.org/10.1080/01900692.2014.982289>

Santos, A., Chan, B. L., & da Silva, F. L. (2007). Análise dos impactos da privatização na

distribuição de riqueza a partir da demonstração do valor adicionado. *Revista Universo Contábil*, 3(2), 06-21.

Siqueira, A. P. G. (2018). *Os efeitos da participação estatal para a qualidade dos lucros em empresas brasileiras*. 57 f. Mestrado em Ciências Contábeis: Dissertação de mestrado. Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE.

Nossa, S. N., Gonzaga, R. P., Nossa, V., Ribeiro Filho, J. F., & Teixeira, A. J. C. (2011). Privatizar ou não? Eis a questão: um estudo empírico sobre a rentabilidade das empresas de economia mista e empresas privadas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2007. *Revista de Administração Pública*, 45(4), 1031-1154.

Sousa, E., Neto, F., Andriotti, R., & Campagnolo, R. (2020). Economic Assessment of Brazilian Public Ports: Value-Based Management. *Brazilian Business Review*, 17(4), 439–457.

Souza, A. L., & Pereira, M. V. (2017). Paradoxos entre governança corporativa e ocorrência de práticas de corrupção em empresas públicas: uma análise a luz da teoria da agência. *Revista Formadores*, 10(4), 5-5.

Vitoria, R., Bressan, A., & Iquiapaza, R. (2020). Do State-owned Enterprises in Brazil Require a Risk Premium Factor? *Brazilian Business Review*, 17(5), 488–505.

Wang, L., & Yung, K. (2011). Do state enterprises manage earnings more than privately owned firms? The case of China. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(7-8), 794-812. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2011.02254.x>

Wolf, C. (2009). Does ownership matter? The performance and efficiency of State Oil vs. Private Oil (1987–2006). *Energy Policy*, 37(7), 2642-2652.