

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DO OESTE DO PARANÁ
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (PPGAdm)
MESTRADO PROFISSIONAL**

**A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO
FINANCEIRO DAS EMPRESAS INTEGRANTES DOS SEGMENTOS CÍCLICO E
NÃO CÍCLICO NO NOVO MERCADO DA B3-BRASIL, BOLSA, BALCÃO**

FRANÇOIS FABIANE TRENTO

CASCADEL

2022

François Fabiane Trento

**A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO
FINANCEIRO DAS EMPRESAS INTEGRANTES DOS SEGMENTOS CÍCLICO E
NÃO CÍCLICO NO NOVO MERCADO DA B3-BRASIL, BOLSA, BALCÃO**

**THE RELATION BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL
DEVELOPMENT OF THE MEMBER COMPANIES OF CYCLICAL AND NON-
CYCLICAL SEGMENTS IN THE *NOVO MERCADO* OF B3-BRAZIL STOCK
EXCHANGE AND OVER-THE-COUNTER MARKET**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGAdm) – Mestrado Profissional da Universidade Estadual do Oeste do Paraná, como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Administração**.

Orientador: Prof. Dr. Geysler Rogis Flor Bertolini

Cascavel

2022

Ficha de identificação da obra elaborada através do Formulário de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da Unioeste.

Trento, François Fabiane

A relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas integrantes dos segmentos cíclico e não cíclico no novo mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão / François Fabiane Trento; orientador Geysler Rogis Flor Bertolini. -- Cascavel, 2022.

81 p.

Dissertação (Mestrado Profissional Campus de Cascavel) -- Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Administração, 2022.

1. Sustentabilidade financeira. 2. Estrutura de governança. 3. Estratégia. 4. Competitividade. I. Bertolini, Geysler Rogis Flor , orient. II. Título.



unioeste

Universidade Estadual do Oeste do Paraná

Campus de Cascavel CNPJ 78680337/0002-65
Rua Universitária, 2069 - Jardim Universitário - Cx. P. 000711 - CEP 85819-110
Fone:(45) 3220-3000 - Fax:(45) 3324-4566 - Cascavel - Paraná



PARANÁ

GOVERNO DO ESTADO

FRANÇOIS FABIANE TRENTO

A relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas integrantes dos segmentos cíclico e não cíclico no novo mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração em cumprimento parcial aos requisitos para obtenção do título de Mestra em Administração, área de concentração Competitividade e Sustentabilidade, linha de pesquisa Sustentabilidade, APROVADO(A) pela seguinte banca examinadora:

GEYSLER ROGIS FLOR
BERTOLINI:02139803
981

Assinado de forma digital
por GEYSLER ROGIS FLOR
BERTOLINI:02139803981
Dados: 2022.07.05 20:38:04
-03'00'

Orientador(a) - Geysler Rogis Flor Bertolini

Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE)

Ivano Ribeiro

Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE)

Cláudio Marcos Metzner

Cascavel, 20 de junho de 2022

AGRADECIMENTOS

Agradeço primordialmente a Deus, por sua infinita bondade e bênçãos derramadas sobre todos.

Minha infindável gratidão aos meus pais Ereni Trento e Carla Dumke Trento por todo apoio, conversas, compreensão e carinho nesses dois anos de mestrado. O apoio de vocês me fez persistir e continuar nessa árdua jornada.

Meu eterno agradecimento também à minha amada *nonna* Emma Favero Trento, meu exemplo de fé, caridade, devoção, superação e força, que de forma tão repentina partiu para o plano espiritual durante a conclusão desta pesquisa. Te amarei para todo o sempre.

Meu muito obrigada também às minhas amadas irmãs Francielle e Francine, por me ouvirem e me darem suporte durante esta caminhada.

Agradeço ao meu orientador professor Dr. Geysler Rogis Flor Bertolini, por toda a sua paciência comigo e também por suas ricas contribuições, sem elas, este trabalho não teria se findado. Minha gratidão também se estende ao professor Dr. Ivano Ribeiro, por todo o auxílio e contribuição para com esta pesquisa. A vocês, sempre serei grata por todo o suporte prestado.

Agradeço também aos membros da banca de qualificação e defesa, Dr. Edison Leismann e Dr. Claudio Metzner, por enriquecerem este trabalho. Sou grata também a todos os professores do mestrado, no qual pude aprender algo com cada um, e assim, evoluir pessoalmente.

*“Sei que meu trabalho é uma gota no oceano,
mas sem ele o oceano seria menor.”
(Madre Teresa de Calcutá)*

*“Então, minha querida Amélie, você não tem ossos de vidro.
Pode suportar os baques da vida. Se deixar passar essa chance, então,
com o tempo seu coração ficará tão seco e quebradiço quanto
meu esqueleto. Então, vá em frente, pelo amor de Deus”.
(O Fabuloso Destino de Amélie Poulain)*

RESUMO

Trento, F. F. (2022). A relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas integrantes dos segmentos cíclico e não cíclico no novo mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração - Programa de Pós-Graduação em Administração), Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Cascavel-PR, Brasil.

A governança corporativa é um mecanismo de controle, no qual conecta acionistas e a gestão da companhia, além disso, pode ser entendida como uma ferramenta capaz de mitigar os problemas da agência, proporcionando maiores mecanismos para a promoção da sustentabilidade empresarial. Assim, esta pesquisa tem como objetivo analisar a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas integrantes dos segmentos cíclico e não cíclico no Novo Mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão. O estudo se classifica majoritariamente como quantitativo e documental, recorrendo a dados disponibilizados no site da B3, site corporativo das empresas e programa Económica para o levantamento de dados. O método utilizado para atingir o objetivo proposto se embasa em um índice de governança corporativa desenvolvido, o qual é dividido em cinco dimensões: diretoria, conselho de administração, auditoria, reuniões do conselho e princípios da governança corporativa. O corte temporal é de 2018 a 2020, totalizando 178 observações. Para análise dos dados foi utilizada a correlação de *Pearson* e regressão linear múltipla com o auxílio do sistema SPSS. Os resultados apontam que a maioria das empresas apresentam as informações referentes à governança corporativa de forma clara e objetiva, no entanto, são poucas as que divulgam tais informações no seu Relatório da Administração disponibilizado no site da B3. Além disso, constata-se que a dualidade continua a ser uma prática comum nas empresas de capital aberto do Brasil, bem como não é costumeiro informar se possuem ou não comitês de assessoramento. Constatou-se ainda que o tamanho do conselho de administração e o fato de a empresa ser auditada por uma *Big Four* tem relação positiva com o desempenho financeiro das empresas. Em relação aos membros independentes do conselho de administração, a dualidade da diretoria e quantidade de reuniões anuais apresentam uma relação negativa com o desempenho financeiro. Todavia, a diversidade de gênero em grupos estratégicos não apresentou resultados conclusivos. Com tais achados, nota-se que a governança corporativa no Brasil evoluiu consideravelmente nas últimas décadas, mas ainda existem aspectos que podem ser aprimorados, ainda há lições a se aprender para desenvolver melhores mecanismos, sob a intenção de se posicionar como empresas mais seguras, fortes e transparentes. Visto isso, é perceptível que há aspectos da governança corporativa que exercem influência significativa no desempenho financeiro das empresas. A contribuição da pesquisa se volta para maior compreensão da estrutura de governança das empresas brasileiras que estão inseridas no nível mais elevado do mercado acionário brasileiro, sob a análise aprimorada de como está fundamentado este arranjo corporativo. Contribui também com a prática, onde apresenta-se um método de quantificação da governança corporativa aplicável às empresas brasileiras após as alterações dos órgãos de regulamentação.

Palavras-chave: Sustentabilidade financeira. Estrutura de governança. Estratégia. Competitividade.

ABSTRACT

Trento, F. F. (2022). The relation between corporate governance and financial development of the member companies of cyclical and non-cyclical segments in the New Market of B3-Brazil stock exchange and over-the-counter market. Dissertation (Graduate Program in Administration – Professional Master's Degree), Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Cascavel-PR, Brazil.

Corporate governance is a control mechanism, which connects investors and the company management. Furthermore, it can be understood as a tool capable of mitigating the agency problems, providing bigger mechanisms to promote the business sustainability. Thus, this research aims to analyze the relation between corporate governance and financial performance of the companies of cyclical and non-cyclical segments in the New Market of B3-Brazil stock exchange and over-the-counter market. This study is mostly classified as a quantitative and documental, using data available on the B3 website, a company corporative website and Economatica program for data survey. The method used to reach the proposed objective is based on a corporate governance index, which is divided in five dimensions: the board of directors, administrative council, audit, board meetings and the principles of corporate governance. The temporal outage ranges from 2018 to 2020, totalizing 178 observations. For the data analysis, it was used the Pearson correlation and multiple linear regression through SPSS system. Results have shown that the majority of the companies present information related to corporate governance in a clear and objective way, however, only some of them present the same information on their Administrative Report, available on the B3 website. Moreover, it is noted that duality is still a usual practice in publicly traded companies in Brazil, as well as it is not common to report if they have or not advisories committees. It was also found that the size of the administrative council and the company to be audit by a Big Four has had a positive relation with the financial performance of the companies. Regarding the independent members of the executive board, the duality of the directors and the number of the board meetings have shown a negative relation towards the financial performance. However, the gender diversity in strategic groups has not shown conclusive results. With those discoveries, it's been observed that the corporate governance in Brazil evolved considerably in the past decades. Still, there are some aspects that can be improved, there are still lessons to be learned in order to develop better mechanisms, under the intention to position as a safe, strong and clear company. Seeing that, it is noticeable that there are some aspects of corporate governance that exert a significant influence on financial performance of the companies. The contribution of the research leads to a greater comprehension about the structure of governance in Brazilian companies that are in the highest level of the Brazilian stock exchange, under the improved analysis on how it is reasoned this corporate arrangement. It also contributes for the practice, where it presents a quantification method of corporate governance that is applicable to Brazilian companies after the changes of the regulatory bodies.

Keywords: Financial sustainability. Governance structure. Strategy. Competitiveness.

Lista de Tabelas

Tabela 01 Premissas e abrangência da Teoria da Agência.....	19
Tabela 02 Variáveis e divisões que compõe o Índice de Governança Corporativa.....	42
Tabela 03 Índices utilizados para medir o desempenho financeiro.....	43
Tabela 04 Análise Estatística.....	47
Tabela 05 Correlação de <i>Pearson</i>	53
Tabela 06 Análise de regressão linear.....	55
Tabela 07 Hipóteses da pesquisa.....	59

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	13
1.1.1 Questão de pesquisa.....	15
1.2 OBJETIVOS.....	16
1.2.1 Objetivo Geral	16
1.2.2 Objetivos Específicos	16
1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DA PRODUÇÃO TÉCNICA	16
1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	17
2 REVISÃO DA LITERATURA	18
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA.....	18
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	19
2.1.1 Diretoria.....	22
2.1.2 Conselho de administração.....	23
2.1.3 Auditoria.....	24
2.1.4 Reuniões do conselho.....	25
2.2 DESEMPENHO FINANCEIRO	26
2.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO NOVO MERCADO DO BRASIL, BOLSA, BALCÃO – B3.....	28
2.5 PESQUISAS RECENTES.....	30
2.6 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO	34
3 MÉTODO E TÉCNICAS DA PESQUISA.....	39
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	39
3.2 AMOSTRA.....	41
3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA.....	41
3.4 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS	43

3.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO E TÉCNICAS DA PESQUISA	46
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	47
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA	47
4.2 ESTRUTURA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS DOS SEGMENTOS DO CONSUMO CÍCLICO E NÃO CÍCLICO	48
4.3 RESULTADOS ESTATÍSTICOS	52
4.4. DISCUSSÃO DOS DADOS	56
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	61
REFERÊNCIAS	64
APÊNDICE A – POPULAÇÃO DO ESTUDO.....	75
APÊNDICE B – ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	77

1 Introdução

As empresas necessitam manter-se em constante aprimoramento e adaptação nos processos internos, para que consigam proporcionar informações e resultados mais eficazes a todos os seus interessados. Com a evolução tecnológica e financeira, o mercado se tornou muito competitivo; manter-se ativo e lucrativo neste cenário tornou-se um desafio. Assim, a adaptação nos processos internos se dá através da junção de leis, processos e órgãos reguladores, para o pleno alinhamento de ideias entre investidores, acionistas, colaboradores, sócios e diretores. Neste contexto, a governança corporativa (GC) tem a finalidade de proporcionar a segurança de investidores e credores; é um elo entre esses agentes e os executivos da empresa (Correa & Bortoluzzi, 2015).

A Teoria da Agência é continuamente conectada à temática da GC em virtude da relação da agência diante da propriedade e controle. O enfoque dessa teoria é propor acordos que visam à proteção e rentabilidade dos investidores, ou seja, que defendam os interesses coletivos e não apenas os interesses de algum grupo de pessoas em específico (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; Magnanelli & Pirolo, 2021).

A GC é formada por um conjunto de pessoas: diretoria executiva, conselho de administração, conselho fiscal e comitês de assessoramentos. Há grandes expectativas de geração de benefícios quando um conjunto de boas práticas de governança corporativa é implantado em uma organização, tais como melhora na *performance* e criação de valor em face do aprimoramento da gestão. Isso se deve ao fato do aprimoramento dos processos de gestão e de elaboração de melhores estratégias de negócios. Assim, quanto mais eficiente a condução de seus mecanismos de governança, maiores as chances de uma melhor *performance* (Crisóstomo & Girão, 2019; Pinteá, Pop, Gavriletea & Sechel, 2020).

A GC se tornou um assunto muito discutido tanto no meio acadêmico quanto dentro das organizações, na intenção de elucidar a sua importância dentro do ambiente empresarial. Com tais discussões, é possível promover sugestões de melhorias nas práticas de governança, bem como examinar a efetividade de seus mecanismos dentro das estratégias empresariais (Aguilera, Desender, Bednar & Lee, 2015; Gonzalez & Calluzzo, 2019).

A B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) é o mercado de capitais oficial do Brasil. Foi o mercado acionário que implantou no ano 2000 as práticas de governança corporativa no país, quando inseriu vários segmentos de governança para empresas que atuavam na bolsa de valores. Tais níveis de governança vão além das obrigações empresariais que são exigidas pela lei brasileira (Lei 6.404 de 1976). O seu objetivo com tal implantação é enaltecer empresas que

voluntariamente aderem a um determinado segmento e, conseqüentemente, estimular que mais investidores apliquem seus recursos nela (B3, 2017).

O nível mais criterioso para entrada das organizações na B3 é o novo mercado. Para uma organização entrar nesse segmento, é necessário adotar uma série de regras societárias, além da obrigação de divulgar sua política e comprovar que há fiscalização e controle em seus processos (B3, 2021). Devido a estas medidas exigentes de entrada, as empresas que estão no novo mercado da B3 são vistas como diferenciadas, tanto pelos *shareholders* quanto pelos *stakeholders*. Em acréscimo a isso, empresas nesse segmento tendem a ser de grande porte e mais transparentes (Silva, Rosa, Soares Júnior, & Lunardi, 2021).

Uma GC responsável envolve estabelecer estruturas e procedimentos, no sentido de resolver os grandes desafios da organização. Uma atuação participativa da governança é a chave da eficiência e desenvolvimento econômico (Scherer e Voegtlin, 2018). Uma das métricas mais utilizadas para analisar a representatividade econômica de uma empresa é através de seu desempenho financeiro. Quando os custos gerados são inferiores às receitas, as empresas são vistas como rentáveis, apresentam menor risco financeiro e são consideradas mais atrativas no mercado. A sustentabilidade financeira reflete a boa gestão que a empresa desempenha, e isso faz com que ela se torne mais competitiva no mercado acionário (Bach, Kudlawicz, & Silva, 2015).

Diante disso, é importante estudar o tema governança corporativa dentro das organizações. Nesse sentido, é relevante relacionar os temas governança corporativa e desempenho financeiro, sob a perspectiva das empresas que compõem o segmento do novo mercado da B3. Surge assim, a lacuna de pesquisa comentada na sessão seguinte.

1.1 Problema de pesquisa

O colapso financeiro de muitas empresas em países desenvolvidos entre os anos de 1990 a 2000, fez com que vários órgãos e agentes solicitassem a implementação de boas práticas de GC, que inclui questões como transparência corporativa, divulgação de informações contábeis, responsabilidade social corporativa e práticas de propensão ao risco dos negócios. Assim, a GC pode ser vista como um mecanismo que protege os direitos dos acionistas e investidores dentro do ambiente corporativo. Uma boa governança mitiga os problemas da empresa e proporciona o melhor comportamento dos agentes corporativos (diretores, membros do conselho, auditoria, dentre outros) (Coleman & Wu, 2020).

É um dos deveres de uma boa GC promover a *performance* dos negócios, bem como determinar os rumos da empresa, auxiliando-a a realizar uma gestão eficiente. É a GC que descreve e define o número de pessoas que compõem o conselho, além de questões relacionadas ao comitê de auditoria, diretores e eleições (Napitupulu *et. al.*, 2020).

A adaptação da legislação e de processos dentro dos ambientes empresariais é uma das chaves importantes para a economia de uma empresa. Boas práticas de GC impedem ações corruptas e evasão fiscal, ações estas que influenciam diretamente no seu crescimento econômico e desenvolvimento ambiental e social (Coleman & Wu, 2020).

Quanto maior a organização, maior a probabilidade de desenvolver mecanismos de GC. Nesse contexto, pode-se analisar que as empresas listadas na bolsa de valores são altamente relevantes para a economia do país (Ferreira, Freitas, & Silva, 2017). Devido ao porte e à importância para o desenvolvimento dos setores em que atuam, elas possuem um papel impulsionador perante as organizações que não estão no mercado acionário, em se tratando dos quesitos da sustentabilidade (Carvalho & Barieri, 2013).

Um grande marco para o mercado financeiro foi a B3 dividir o mercado em segmentos - de acordo com seu nível de governança corporativa - o que promoveu maior robustez ao mercado de capitais brasileiro, o qual proporciona a todos os interessados maior segurança, proteção e transparência nas informações (Silva, Silveira, Corso, & Stadler, 2011). Na B3, a maior mudança ocorrida nos últimos anos foi a alteração do regulamento para as empresas serem inseridas no segmento do novo mercado, regulamento este que passou a valer a partir de 2018 (B3, 2017).

As boas práticas de governança corporativa convergem com o ambiente institucional da organização ao qual estão inseridas (Rossoni & Machado-Da-Silva, 2010). No Brasil, os mecanismos de GC estão evoluindo de forma gradativa (Marques, Guimarães, & Peixoto, 2015), uma vez que quanto mais se aprimora as medidas protetivas aos investidores, maior a motivação dos mesmos para continuarem alocando seus recursos no mercado brasileiro (Silveira, 2010). Assim, é possível identificar que o desenvolvimento econômico das empresas frente à segurança, proteção e confiabilidade dos acionistas é altamente relevante no mercado acionário nacional (Fonseca & Silveira, 2016).

Uma das maneiras de se medir o desenvolvimento econômico de uma empresa em determinado período é através de seus ganhos. A habilidade de obter lucro utilizando todos os seus recursos disponíveis é uma eficiente ferramenta para a mensuração da *performance* financeira de uma empresa, pois é também uma das ferramentas utilizadas para a tomada de decisão. Isso se justifica, pois, se uma empresa possui lucros então ela irá conseguir fazer mais

investimentos para a mesma, e assim outros investidores ficarão interessados nela (Napitupulu *et. al.*, 2020).

Os estudos recentes voltados para a relação entre GC e *performance* financeira são inconclusivos. Em algumas pesquisas, a GC não demonstrou influência no desempenho financeiro das empresas (Barbosa, Cabral, & Nascimento, 2018; Freitas, Silva, Oliveira, Cabral, & Santos, 2018; Zambon, Diehl, Marquezan, & Zorzo, 2018), já em outras pesquisas a GC demonstrou forte influência (Hermuningsih, Kusuma, & Cahyarifida, 2020). Quando tratada a questão da independência dos conselhos diante da *performance*, há estudos que afirmam que há influência (Farooque, Buachoom, & Sun, 2020), mas também há estudos onde identificou-se que esta variável não sofre influência na *performance* (Buallay, Hamdan &, Zureigat, 2017; Yasser, Mamun &, Seamer, 2017).

Quando abordado o constructo tamanho do conselho, existem estudos que afirmam que há influência na *performance* (Malik, 2017) e outros estudos que comentam que não há tal relação (Yasser, Mamun, & Seamer, 2017). Há outros mecanismos de GC que se mostraram com ligações positivas quanto ao desempenho financeiro, tais como conselho de diretores independentes e conselho de ética (Al-Gamrh, Ismail, Ahsan, & Alquhaif, 2020; Farooque, Buachoom, & Sun, 2020; Napitupulu *et. al.*, 2020).

Diante do exposto, é certo que a GC desenvolve um papel fundamental dentro das empresas. Ela é uma das peças-chave para o desenvolvimento de estratégias, e consequentemente, a desenvoltura financeira. Assim, é relevante o questionamento do quão eficiente são estes mecanismos de GC nas empresas do segmento do novo mercado da B3, segmento este com o nível mais elevado de GC do país. Surge assim, a lacuna de pesquisa comentada na sessão seguinte.

1.1.1 Questão de pesquisa

Qual a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas integrantes dos segmentos cíclico e não cíclico no novo mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão?

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas integrantes dos segmentos cíclico e não cíclico no novo mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Identificar na literatura as variáveis que relacionem a governança corporativa com o desempenho das empresas;
- Elaborar um modelo de governança corporativa e relacioná-lo com as variáveis de desempenho financeiro encontradas na literatura;
- Testar o modelo proposto em empresas dos segmentos cíclico e não cíclico do novo mercado da B3.

1.3 Justificativa e contribuição da produção técnica

A GC possui um efeito palpável no que diz respeito aos resultados da organização (Jiraporn, Lee, Park, & Song, 2017). A crise financeira global demonstrou que uma fraca GC pode surtir efeitos macroeconômicos, de longos períodos e de incontáveis consequências para os países. Isso é em virtude de que as estratégias desenvolvidas e conduzidas pela GC podem influenciar tanto o ambiente interno quanto o ambiente externo da empresa (Al-Gamrh *et. al.*, 2020).

A GC surgiu da ideia de integração entre *stakeholders*, na busca da incorporação dos objetivos de cada um perante os objetivos da organização. No entanto, no decorrer do tempo ela passou a ser sinônimo de maior controle e transparência. Percebe-se assim, que empresas com maior teor de GC (mais organizadas e transparentes) estão mais propensas a desenvolver sua *performance* (Moreira, Freire, & Silva, 2018).

O assunto GC vem se destacando no ambiente empresarial, isso porque os vários agentes da empresa (diretores, gestores, acionistas e investidores) têm seus olhos voltados para a gestão empresarial eficiente, eficaz e com ética. Os órgãos reguladores vêm implantando normas e leis que conduzem a este processo de desenvolvimento da GC, com a intenção de atrair capital

estrangeiro e então, a promoção do desenvolvimento econômico (Bach, Kudlawicz, & Silva, 2015).

É neste contexto financeiro que a governança corporativa exerce um importante papel dentro das empresas. As empresas que estão inseridas no novo mercado e que visam continuar negociando suas ações neste segmento necessitam divulgar o maior número de informações possíveis para os seus interessados, e tal ato pode trazer mais pessoas interessadas a realizar seus investimentos nela (Santos, Costa, Tavares e, Soares, 2020). Com essa transparência nas informações, assegurados por regulamentos proporcionados através da GC, os interessados têm mais confiança na empresa (Visconti, 2011; Clemente, Antonelli, Scherer, & Cherobim, 2014).

1.4 Estrutura da dissertação

A presente dissertação está estruturada em cinco capítulos: introdução, revisão de literatura, metodologia, análise e discussão dos resultados e conclusão. No primeiro capítulo, inicia-se a discussão da temática que proporciona a contextualização inicial para a discussão das sessões seguintes. A revisão de literatura possui enfoque na Teoria da Agência, bem como a governança corporativa e seus constructos (Diretoria, Conselho de Administração, Auditoria, Reuniões do Conselho e Princípios da GC), além da abordagem literária perante a influência da GC no desempenho financeiro das empresas. A metodologia constitui-se da classificação deste estudo e quais métricas e técnicas de análise foram utilizadas para alcançar os objetivos traçados. No quarto capítulo, são apresentados e discutidos os resultados encontrados através da coleta de dados da estrutura de GC das empresas, da correlação de *Pearson* e regressão linear com base no modelo proposto. A última sessão apresenta as conclusões do estudo, a qual resgata o problema de pesquisa, os principais resultados encontrados, suas limitações e sugestões para trabalhos futuros.

2 Revisão da Literatura

Este capítulo aborda a revisão da literatura sobre a governança corporativa e algumas das métricas mais utilizadas para mensurar a *performance* financeira das companhias de capital aberto do segmento Novo Mercado da B3. Para embasar o constructo da governança corporativa, esta dissertação possui como enfoque teórico a Teoria da Agência, o qual entrelaça as temáticas de governança corporativa e desempenho financeiro. Para a medida do desempenho financeiro são apresentados três índices (ROE, ROA e Ebitda), já a técnica estatística utilizada para analisar a relação entre tais grandezas foi a correlação de *Pearson* e regressão linear.

2.1 Teoria da agência

A Teoria da Agência (TA) é amplamente utilizada para abordar o tema da GC, isso é decorrente da relação de agência que existe entre propriedade e controle. Assim, essa teoria pode ser entendida como um pacto contratual firmado entre duas partes, onde o principal encarrega outra pessoa – o agente – para atuar em seu nome, no qual envolve o repasse da autoridade quanto à tomada de decisões (Jensen & Meckling, 1976; Magnanelli & Pirolo, 2021).

Uma das questões mais relevantes elucidadas pela TA é que os agentes que formam a GC têm o dever de proteger e satisfazer os interesses dos acionistas e investidores, principalmente sob a ótica de aumentar os seus lucros (Magnanelli & Pirolo, 2021). Assim, o foco da TA é propor o contrato mais eficiente para a gestão da relação entre principal e agente, enaltecendo o fato que cada indivíduo possui seus próprios interesses, objetivos e aversão ao risco perante a empresa. Por consequência disso - interesses coletivos versus interesses pessoais -, quando se envolve muitos agentes de ambas as partes, pode ocorrer o chamado conflito da agência. Estes problemas surgem a partir de duas situações: quando houver altos custos e nível de dificuldade elevado para que o principal analise a atuação do agente, ou, quando há conflito de interesses entre o principal e o agente (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989).

A concentração de propriedade é um dos mecanismos de controle utilizados para solucionar os conflitos da agência, em que se alinham os interesses dos gestores e dos acionistas, tendo em vista que, teoricamente, quando se aumenta a concentração de propriedade, a empresa tende a se tornar mais eficaz (Hawas & Tse, 2016). Logo, os conflitos da agência, desempenho e sustentabilidade financeira das empresas estão diretamente ligados, e é neste

cenário que uma gestão eficiente da GC faz a diferença, no sentido de minimizar estes conflitos e orientar a empresa para uma gestão mais ética e transparente (Azevedo, Luca, Holanda, Ponte, & Santos, 2014). Para melhor compreensão da TA, a Tabela 01 demonstra suas principais premissas e abrangências.

Tabela 01

Premissas e abrangência da Teoria da Agência

Premissas	Abrangência
Princípio	A relação entre principal e agente deve refletir em uma gestão mais eficaz, com informações precisas e riscos do negócio
Foco de Análise	Interação entre o agente e o principal
Embasamento Humano	Aversão do risco, interesses individuais e percepção diferente de cada agente
Conflito	Divergência de interesses entre as partes
Domínio do Problema	Pleno entendimento de que estes conflitos existem por razões específicas, tais como gestão e aversão ao risco

Fonte: Adaptado de Jensen & Meckling (1976), Eisenhardt (1989) e Melo (2017).

Assim, o presente estudo se embasa na TA, na medida em que a GC exerce um papel fundamental dentro da empresa, abrandando o conflito e defendendo os interesses dos investidores. Diante desse princípio, uma gestão da GC eficiente pode influenciar de forma significativa os resultados da empresa, promovendo a sua sustentabilidade financeira.

2.2 Governança corporativa

A GC surgiu inicialmente como um meio de interligação entre empresa e investidores, assegurando que seus anseios e interesses estivessem mais próximos e alinhados quanto às estratégias de mercado da empresa. Contudo, com o passar dos anos, a GC tomou um papel mais representativo e estratégico devido ao seu posicionamento de controle e aprimoramento de processos, no qual implanta uma gestão mais eficaz e transparente a todos os envolvidos (Correa & Bortoluzzi, 2015; Crisóstomo & Girão, 2019; Pinteá *et. al.*, 2020).

Diante disso, é possível identificar que a GC tem como fundamento diminuir os riscos de uma gestão inadequada, que possa vir a prejudicar de alguma forma o retorno financeiro dos investidores. A função então deste grupo de agentes é garantir o pleno desenvolvimento das atividades e delineamento de boas estratégias, para que ao final do período, a empresa possa devolver o capital aplicado a seus investidores em forma de dividendos. É também função deste grupo monitorar para que seja realizada a melhor alocação possível dos recursos disponíveis,

para que não haja custos desnecessários (Shleifer & Vishny, 1997; Chong & López-de-Silanes, 2007).

As práticas da GC transformam os princípios que regem uma empresa em direcionamento focado, considerando as propensões dos interessados sob a intenção de defender e preservar o valor econômico da empresa. Têm a intenção também de colaborar com a sua boa gestão, com o objetivo da mesma se perpetuar no mercado. Para tal, existem quatro princípios básicos da GC: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (Chong & López-de-Silanes, 2007; IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015).

O princípio da transparência compreende tornar disponíveis informações relevantes aos interessados na empresa, não sendo restritas apenas as informações exigidas por lei. A equidade compreende o tratamento justo e igualitário a todos os sócios e demais *stakeholders*, levando em conta seus direitos, deveres, interesses e afins. A prestação de contas consiste na apresentação da atuação dos agentes da GC - sejam eles diretores, sócios, administradores, conselho fiscal, conselho de administração ou outro – de forma clara e concisa, para que todos os interessados entendam o repasse de tais informações e que estes agentes tomem responsabilidade de seus atos dentro daquele ambiente corporativo. Por fim, a responsabilidade corporativa trata-se do zelo quanto à viabilidade econômico-financeira da empresa, diminuindo as suas ameaças e aumentando suas oportunidades, sempre dentro de seu modelo de negócios e estratégia (IBGC, 2015).

Enaltecendo estes quatro princípios, Lin, Ma e Su (2009) elencam quatro condutas para uma boa GC: a) garantir e proteger os interesses dos *stakeholders*; b) abrandar os conflitos da agência que são provenientes da propriedade e controle; c) foco na melhoria contínua do desempenho e eficiência; e d) assegurar o retorno monetário dos investidores da empresa. Assim, com o foco no controle dos processos e gestão da empresa, a GC busca garantir benefícios a todos os envolvidos, garantindo seus direitos e minimizando possíveis fraudes (Coleman & Wu, 2020).

As estratégias voltadas para a governança corporativa são artifícios altamente relevantes utilizados pelas empresas para conter os problemas da agência. Tais estratégias incluem o exercício dos direitos dos investidores perante o desenvolvimento de atividades dentro do ambiente empresarial. Assim, a GC possui três grandes objetivos: assegurar que as informações contábeis estejam corretas, revisar os relatórios contábil-financeiro e gerar valor. Os dois primeiros estão diretamente relacionados à qualidade e transparência das informações direcionadas aos interessados pela empresa, proporcionando maior assimetria entre as partes.

Já o terceiro está focado nos ganhos e benefícios financeiros dos investidores (Farooque, Buachoom, & Sun, 2020). Assim, a GC é um mecanismo no qual auxilia a prover que pessoas que colocaram recursos na empresa receberão o retorno de seu investimento (Shleifer & Vishny, 1997).

A GC pode ser dividida em duas grandes áreas de controle, a interna e a externa. Enquanto a interna está voltada para a diretoria e os demais comitês que vigiam as ações e comportamento da empresa, a externa está relacionada ao monitoramento de questões externas, como legislação do país e questões de mercado (Cremers & Nair, 2005; Farooque, Buachoom & Sun, 2020). Este estudo tem como enfoque a área de controle interna da empresa.

Visto o exposto, nota-se que a GC e o crescimento financeiro estão diretamente vinculados. Assim, maiores níveis de GC proporcionam maiores mecanismos de proteção ao investidor, principalmente no que diz respeito a possíveis riscos de mercado. Quanto maiores às práticas de GC, maior a tendência de valoração da empresa no mercado. Logo, é uma ferramenta fundamental na construção de um mercado atrativo para investidores baseado em transparência e princípios éticos. Além disso, auxilia no processo de elevar o nível de confiança entre os investidores, pilar este que é fundamental para a captação de recursos e crescimento da empresa, tendo em vista que a proteção do investidor possui um peso muito grande no processo de decisão em investir em determinada empresa (Chong & López-de-Silanes, 2007; Álvares, Giacometti, & Gusso, 2008; Buallay, Hamdan, & Zureigat, 2017).

A temática GC é relativamente nova no Brasil, tal terminologia foi apresentada no país em meados do final da década de 1990. Período este em que o país vivia um momento marcante para a sua economia, época da privatização de empresas, abertura econômica e maior interesse de investidores estrangeiros em empresas brasileiras. Com tais fatores que envolviam a economia na época, houve a necessidade de despender maiores esforços quanto à adoção de melhores práticas de GC, o que aumentou o debate sobre o assunto. Além disso, com o incremento do interesse em investimentos em mercado de capitais e a atuação de investidores, houve o aprimoramento de tais práticas, para manter o mercado seguro e captar mais investidores para o país. Assim, a proteção ao investidor e a transparência das informações no Brasil provém de duas grandes fontes: a Lei das Sociedades por ações e Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (Álvares, Giacometti, & Gusso, 2008; Silveira, Leal, Barros, & Carvalhal-da-silva, 2009; Coletta, 2019).

Dentro destes grupos estruturados de agentes que formam a GC (diretoria, conselho de administração, conselho fiscal e comitês de assessoramento) há uma interação constante. Por exemplo, a atuação de um determinado grupo, como o conselho de administração, acaba por

impactar outras áreas da empresa tais como a gestão. Assim, é necessário compreender que a GC é composta por grupos que interagem entre si constantemente (Bushman & Smith, 2001). As questões centrais da GC que foram selecionadas para esta pesquisa são: diretoria, conselho de administração, auditoria e reuniões do conselho.

2.1.1 Diretoria

A diretoria é um grupo de agentes voltados diretamente para a gestão e coordenação das atividades empresariais, pode ser caracterizado como um grupo de tomada de decisão que enfrenta tarefas de alta complexidade no que tange questões de processos e estratégia. É visto como um elo entre os acionistas, os gerentes e responsáveis de uma empresa (Forbes & Milliken, 1999). É em virtude desses fatores que este grupo desempenha um importante papel dentro da estrutura da GC (Kyere & Ausloos, 2020).

Um dos melhores mecanismos da GC a promover a harmonização entre todos os agentes envolvidos com a empresa é a diretoria. Esta figura estratégica possibilita a vigilância das decisões tomadas bem como ações dos gestores, em prol dos investidores. No decorrer das nomeações da diretoria, conforme a composição se mescla com acionistas ou pessoas ligadas a estes agentes, há a tendência de maior monitoramento das atividades, bem como maior alinhamento de interesses (Fama, 1980).

Tendo sob sua responsabilidade a gestão dos negócios da empresa, a diretoria executa um papel fundamental dentro da estrutura da GC, tendo em vista que está sob sua responsabilidade colocar em prática as estratégias definidas pelo conselho de administração, além de vigiar o andamento dos controles e processos dentro deste sistema empresarial. Além disso, algumas de suas atribuições mais relevantes é a execução de políticas de gestão de risco e garantir a divulgação clara e objetiva do desempenho da empresa através de relatórios contábil-financeiros. Vale ressaltar que o conselho de diretores deve ter regimento interno próprio, a fim de esclarecer quais são as responsabilidades de cada membro, como se dá sua estrutura e seu funcionamento (Chong & López-de-Silanes, 2007; Silveira, 2010; IBGC, 2016).

Ressalta-se que a diretoria toma toda a responsabilidade da gestão da empresa e de seus interesses. Cabe a este grupo também analisar e manter a empresa dentro das formas legais do país. Cada membro tem seus próprios deveres e deve realizar suas decisões de acordo com sua área específica (Napitupulu *et. al.*, 2020).

Em razão de a diretoria representar o topo da tomada de decisão da empresa, o número de agentes que o compõe pode ser considerado um importante fator para o alcance dos

resultados da empresa (Mishra, Jain e, Manogna, 2020). É recomendável que o número de pessoas que compõem este conselho seja de no mínimo três diretores para uma empresa de capital aberto e dois diretores para uma empresa de capital fechado. Já o número máximo de diretores indicado é de 15 membros (Mishra & Kapil, 2018).

Este grupo de agentes possui uma gama de obrigações, as quais inclui promover a legitimidade da empresa, agir como um elo para com os interessados da empresa, facilitar o acesso de recursos para o pleno andamento das atividades com a intenção de aumentar e rentabilizar seus resultados, além de promover relações externas de mercado (Silveira, 2010; Barroso, Villegas, & Pérez-Calero, 2011; Mishra & Kapil, 2018).

2.1.2 Conselho de administração

O conselho de administração é o principal grupo dentro da GC, tendo em vista que enquanto os executivos despendem seus esforços na tomada de decisão no curto prazo, compete ao conselho de administração ter uma visão holística do mercado e desenvolver estratégias para o longo prazo. Cabe a este grupo de agentes também agir para que as perguntas certas sejam levantadas, logo, se a gestão da empresa desenvolve suas atividades dentro dos parâmetros da lei, na intenção de evitar imprevistos no futuro. Em empresas de capital aberto, este conselho tem um dever adicional, que é monitorar a gestão a fim de evitar conflito de interesses entre as partes interessadas (Silveira, 2014).

Assim, o conselho de administração tem como primordial função examinar a tomada de decisões para que as mesmas estejam de acordo com a estratégia da empresa (Fama, 1980). Diante disso, é de suma importância que o conselho de administração tenha independência e capacidade, para que consiga defender os objetivos da empresa, logo, um mecanismo de GC eficaz. Ressalta-se que um conselho ativo, bem informado e independente é um dos elementos essenciais para uma governança efetiva, o qual possui influência direta com melhores práticas de gestão (Silveira, 2010; Al-Malkawi, Pillai &, Bhatti, 2014).

É indicado que o conselho de administração seja diversificado, com conhecimento em diversas áreas (inclusive do ramo de atividade da empresa) e de tamanho adequado para que haja o debate de ideias e assim chegar ao consenso das melhores estratégias de mercado. Vale ressaltar que o conselho de administração deve estar pautado em um documento no qual dita suas regras, suas obrigações bem como sua estrutura (IBGC, 2016).

Há três classes de conselheiros que formam o conselho de administração de uma empresa: internos, externos e independentes. Os internos são aqueles agentes da própria

empresa que ocupam algum cargo. Os externos são os conselheiros sem qualquer vínculo empregatício, comercial ou de direção com a empresa, tais como ex-colaborador ou ex-diretor. Já os independentes são aqueles que não possuem nenhum tipo de relação de negócios, familiar ou qualquer outro tipo de vínculo, que por sua vez tem a função de melhorar a efetividade do conselho fazendo assim com que ele atue da maneira esperada (Silveira, 2010; IBGC, 2015).

Na literatura, há contradição de autores quanto ao tamanho ideal de um conselho, Monks e Minow (1995) comentam que o número ideal para um conselho seria de em média 13 membros, Eisenhardt e Bourgeois (1988) afirmam que o ideal seria em média de 5 a 9 membros, Gersick (1988) comenta que seria em média de 5 a 6 membros, Jehn (1995) considera que o tamanho ideal de um conselho seria de 5 a 9 membros, por fim, para o IBGC (2015) é recomendável um número ímpar de membros do conselho, entre 5 e 11 pessoas. Este tamanho pode variar de acordo com o setor de atuação, complexidade do ramo de atividade, idade da empresa e porte.

O tamanho destes conselhos pode impactar de forma direta os resultados alcançados pela empresa, em razão das políticas que eles podem implantar, bem como a forma da qual arquitetam as estratégias de mercado, tanto no curto quanto no longo prazo (Forbes & Milliken, 1999; Melawati & Wahyuningsih., 2016). Logo, o tamanho do conselho pode afetar a agilidade da tomada de decisões, em razão da boa coordenação e assimetria de ideias deste grupo (Hermuningsih, Kusuma, & Cahyarifida, 2020).

2.1.3 Auditoria

O comitê de auditoria é um grupo de agentes da GC, formado na intenção de assessorar o conselho de administração no que diz respeito a questões contábeis, o qual deve ser formado, preferivelmente, apenas por conselheiros, sendo um destes, um conselheiro independente. É de extrema relevância e necessidade que ao menos um dos membros deste grupo possua o pleno entendimento e experiência em assuntos e práticas contábeis. Ressalta-se que as tarefas deste comitê devem ser especificadas no estatuto social da empresa (IBGC, 2015).

Quando há falha em implantar bons mecanismos de governança, é sugerível que ela possa estar diretamente ligada a controles internos fracos, causando inadequadas estratégias de risco. Isso demonstra a relevância da auditoria - interna e externa - em uma empresa de capital aberto, a qual além de garantir a veracidade dos dados, diminui o risco para o investidor. Quanto maior a segurança e proteção aos interessados, maior a propensão de investimento na empresa (Fahy, Roche & Weiner, 2005).

O debate quanto à importância deste tipo de comitê nas empresas foi levantado após escândalos de fraudes em grandes corporações em países como os Estados Unidos, onde se evidenciou a relevância de possuir dentro da empresa um grupo de agentes designados a observar e corrigir procedimentos e relatórios (Adestian, 2015; Napitupulu *et. al.*, 2020). Vale ressaltar que a empresa, quando for estruturar este comitê, deve fazê-lo de forma condizente com seu tamanho, modelo de negócios e riscos envolvidos no ramo de atividade, e cabe ao conselho salvaguardar pela independência e qualidade profissional dos agentes que o compõe perante a diretoria (IBGC, 2015; IBGC, 2016).

Um comitê de auditoria que trabalha de forma independente pode afetar de forma significativa o comportamento dos demais agentes do conselho. Isso na medida em que a independência resulta em um melhor monitoramento das atividades dos agentes da GC e conseqüentemente, conduz a empresa para melhores indicadores de *performance* e menores índices de fraude (Farooque, Buachoom &, Sun, 2020).

Assim, o comitê de auditoria assegura que a empresa emita seus relatórios contábeis e financeiros de acordo com a legislação do país e também dentro das normas da contabilidade. Este grupo de agentes da GC pode influenciar diretamente o desempenho financeiro da empresa, pois ele monitora o processo de divulgação de informações contábil/financeira, relatórios estes muito visados de possíveis investidores para análises. Além disso, o tamanho deste comitê também pode influenciar na *performance* financeira, desde que todos os membros analisem e revisem os relatórios contábeis com base nas políticas contábeis e legislações vigentes, além de analisar todo o contexto de regulamentação de *compliance* (Tornyeva & Wereko, 2012; Hermuningsih, Kusuma, & Cahyarifida, 2020).

2.1.4 Reuniões do conselho

A reunião do conselho pode ser entendida como uma reunião que ocorre periodicamente para verificar questões políticas e de gestão da empresa, bem como solucionar eventuais problemas. Tais reuniões podem influenciar a *performance* em razão da responsabilidade coletiva em torno dos negócios (Arora & Sharma, 2016).

Para ser eficaz, as reuniões do conselho necessitam de uma mescla de condutas com a intenção de beneficiar a participação dos membros da GC, melhorar a qualidade das discussões das estratégias e assim, conduzir para melhores tomadas de decisão. Algumas destas condutas são: a frequência das reuniões, a definição da pauta, determinação de agenda dos dias em que

ocorrerá a disponibilização dos materiais com informações necessárias para a boa condução da reunião (IBGC, 2016).

No entanto, a empresa deve atentar-se ao equilíbrio da frequência destas reuniões, pois uma grande frequência despenderá um gasto financeiro desnecessário como custos de viagens, bem como o tempo dos diretores. Além disso, um grande número de reuniões do conselho pode indicar potenciais problemas que precisam de soluções urgentes. Já a baixa frequência de reuniões pode acarretar em reuniões demasiado longas e cansativas (Farooque, Buachoom, & Sun, 2020). No entanto, é normal que empresas de maior porte tenham maior quantidade de reuniões se comparado a empresas de menor porte, e isso se deve a vários fatores, tais como o número de questões a serem resolvidas (Mishra & Kapil, 2018).

O comprometimento dos membros do conselho para com as reuniões dependerá do seu envolvimento nas mesmas, enaltecendo a discussão dos assuntos da pauta e promovendo o diálogo, para então entrar no processo de tomada de decisão. Tal envolvimento também se refere à habilidade de questionar e intervir de forma construtiva nos assuntos abordados. Arelado a isso, os membros do conselho precisam estar preparados para estas reuniões, tomando ciência de todos os tópicos que serão abordados na mesma para assim elaborar melhores discussões e indagações (Forbes & Milliken, 1999; Mishra & Kapil, 2018).

2.2 Desempenho financeiro

O conceito de desempenho financeiro (DF) vem a ser a análise realizada através de vários tipos de mensuração, em que se compara uma empresa perante outra ou com ela mesma, sob determinados critérios, com enfoque nos resultados obtidos em um determinado período. Por ser considerada uma questão que gera diferentes interpretações, o DF pode ter julgamentos distintos perante seus *stakeholders*, bem como, outras empresas (Barbosa, 2018).

O desempenho financeiro de uma empresa não é abstrato, pode ser entendido como dinâmico, pois é uma realidade em constante mudança; relativo, tendo em vista que necessita de duas grandezas comparativas; e multidimensional, pois há diversas formas de mensuração (Gama, 2011). Estas mensurações são o ato de coletar, classificar e analisar os dados coletados com a intenção de obter informações precisas para a tomada de decisão (Barbosa, 2018).

Quanto ao conceito de desempenho financeiro, há um grande consenso na literatura. Contudo, a sua forma de mensuração é um assunto muito debatido, no qual o DF é formado por um conjunto de índices e valores. Logo, apenas um dado não é capaz de suportar a conclusão se uma empresa possui uma boa desenvoltura financeira. Assim, é recomendável que para o

estudo do DF de uma empresa sejam utilizados dois ou mais índices ou valores, para se obter conclusões mais precisas a fim de analisar a evolução e estrutura econômica de uma empresa (Boaventura, Silva & Banderira-De-Melo, 2012).

A mensuração do desempenho financeiro pode se dar por valores extraídos das demonstrações contábil-financeira da empresa. Tais valores servem de direcionamento para a tomada de decisão de vários agentes ligados à mesma, tais como gestores, diretores, acionistas e investidores. Esta medição geralmente se faz através de valores como o lucro, ou por meio de indicadores nos quais são aplicados fórmulas e parâmetros estatísticos, para que assim seja possível verificar o crescimento da empresa no delongar dos períodos, bem como sua sustentabilidade financeira. É importante ressaltar que o desempenho financeiro de uma empresa é diretamente influenciado por suas metas e objetivos traçados, no qual refletem na gestão da empresa (Hendriksen & Van Breda, 1999; Assaf Neto, 2012; Moretti, 2017, Barbosa, 2018).

Em consonância a isso, o desempenho de mercado são índices na intenção de avaliar a empresa perante suas ações no mercado acionário. O resultado de tais indicadores também fornece informações importantes para o investidor em sua tomada de decisão (Assaf Neto, 2012).

O monitoramento deste desempenho deve ser constante, para que haja a correção de possíveis distorções quanto às estratégias empresariais. Sob esta ótica, uma empresa pode ser estudada como um objeto de transformação de processos, com recursos que entram e resultados que saem. Logo, uma empresa que possui êxito com bons resultados (medidos através do lucro ou índices) alocando seus recursos pode ser considerada uma empresa eficiente.

A relação entre desempenho financeiro e GC vem sendo investigada com muito afinco pela literatura, para confirmar se a GC desempenha com eficiência seu papel de proteger os investidores, bem como promover a sustentabilidade financeira da empresa (Herdjiono & Sari, 2017; Farooque, Buachoom &, Sun, 2019; Hermuningsih, Kusuma &, Cahyarifida, 2020; Pinteá *et. al.*, 2020; Mishra, Jain &, Manogna, 2020). Diferentes aspectos são utilizados pelos autores para mensurar tal desempenho perante a GC, tais como indicadores de rentabilidade e liquidez, retorno de investimento, retorno pelo ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), Ebitda, Q de Tobin e *market-to-book* (Vilhena & Camargos, 2015; Bussin & Ncube, 2017; Al-ahdal, Alsamhi, Tabash &, Farhan, 2019; Pinteá *et. al.*, 2020; Shahwan & Habib, 2020).

Dentre os indicadores mais utilizados na literatura citados no parágrafo anterior, para o desenvolvimento deste trabalho foram selecionados três indicadores: ROE, ROA e Ebitda.

Opta-se pelo ROE em razão de ele demonstrar o tempo em que os investidores poderão recuperar os seus investimentos, bem como por ser uma métrica usual, tanto na área contábil quanto na relação de grandezas para com o lucro (Coleman & Wu, 2020; Pinteá *et. al.*, 2020).

O ROA foi selecionado em virtude de demonstrar em quanto tempo a empresa obtém o retorno dos investimentos de seu capital, ou seja, ele mede a habilidade da empresa em conseguir lucrar. Assim, é um dos melhores indicadores para se medir a relação entre a GC e desempenho financeiro, tendo em vista que ele é um indicador consagrado na área contábil e também por não se alterar com alavancagem financeira (Hermuningsih, Kusuma & Cahyarifida, 2020).

Por fim, optou-se pelo Ebitda por ser um indicador muito utilizado por investidores para a tomada de decisão de em qual empresa colocar seus recursos, almejando um bom retorno. Esse indicador é uma métrica tradicionalmente utilizada por este grupo de *stakeholders*, pois informa o quanto efetivamente a empresa produziu de lucro. Logo, se gerou riqueza em determinado período perante suas atividades operacionais (Saini & Singhania, 2018).

2.4 A governança corporativa no Novo Mercado do Brasil, Bolsa, Balcão – B3

Um sistema de governança corporativa forte é um fator a ser considerado quando um investidor está pesquisando empresas para realizar seus investimentos no mercado acionário. Logo, a proteção aos acionistas é um elemento importante para a tomada de decisão em investir ou não em determinado negócio. Assim, quanto mais segurança uma empresa passar aos seus investidores, através de seus mecanismos de governança corporativa, maior a probabilidade de crescimento de investimentos na mesma, fazendo assim com que o mercado de capitais brasileiro se fortaleça e se desenvolva (IBGC, 2015).

Para promover maior competitividade do mercado acionário brasileiro, maior segurança e atrair mais investidores para o país, a BM&FBovespa (atual B3) adotou regras mais criteriosas de GC no ano de 2000. A proposta que se tinha até então era o Mercado Tradicional, no qual as empresas que negociavam suas ações na bolsa de valores brasileira eram obrigadas apenas a cumprir o que consta na Lei das Sociedades por Ações n. 6.404/76 (Lei das SAs). Naquele ano, criaram-se segmentos diferenciados com base nas práticas de GC adotadas voluntariamente, além do que se obriga na Lei das SAs, nominadas Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Posteriormente, foi criado mais dois segmentos de mercado, o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 (Santos *et. al.*, 2019; B3, 2021).

A exigência de melhores práticas de GC cresce na medida dos níveis estabelecidos, assim, o Nível 1 representa empresas com baixos critérios de GC, o Nível 2 representa empresas com critérios médios de GC e o novo mercado engloba as empresas que possuem as mais altas práticas de GC no mercado acionário brasileiro. Tais práticas incluem um somatório de regras societárias que tem por objetivo ampliar o direito dos acionistas bem como a promoção e divulgação de informações assertivas e transparentes aos seus interessados (Tavares & Penedo, 2018).

As empresas do Nível 1 devem adotar práticas que enalteçam a transparência e acesso de informações aos interessados, bem como manter 25% das ações em circulação no mercado. As empresas do Nível 2 cumprem as regras do Nível 1, com o adicional de que os sócios que possuem ações preferenciais, somente darão seu voto em casos específicos, como incorporações e fusões. Por fim, empresas do novo mercado, além de adotar as práticas dos níveis anteriores, têm a obrigação de emitir todas as suas ações como ordinárias. Logo, todos os acionistas possuem direito ao voto (Furtado, Guilherme, Santos, & Reis, 2020).

Já o Bovespa Mais foi idealizado para empresas que possuem a intenção de adentrar ao mercado acionário de forma gradual, cujo principal objetivo é estimular o crescimento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de capitais. Tal estratégia foi adotada para este segmento com o enfoque de ir preparando as empresas aos poucos para os segmentos de mercado com níveis mais elevados de GC. Já o Bovespa Mais Nível 2, é similar ao Bovespa Mais, com exceção de que a empresa tem o direito de manter as ações preferenciais (B3, 2021).

Com a adesão de tais segmentos voltados diretamente para a GC, houve um significativo aumento de ofertas públicas iniciais, estabilização da quantidade de empresas listadas na bolsa de valores, bem como o crescimento no volume de negociações. Além disso, maior transparência nas informações das empresas tem atraído mais investidores, sejam eles do próprio país ou estrangeiros (Tavares & Penedo, 2018; Furtado, Guilherme, Santos, & Reis, 2020).

Diante disso, ressalta-se que o nível mais criterioso quanto às práticas de GC no mercado de capitais brasileiro é o novo mercado. A partir de sua primeira listagem, em 2002, ele se tornou padrão de transparência perante os investidores quanto às novas aberturas de capital, no qual é fortemente indicado para empresas que possuem intenção de realizar ofertas grandes, atendendo a todo tipo de investidor. Vale ressaltar que empresas deste segmento aderem a um grupo de regras que ampliam os direitos dos acionistas, bem como a divulgação das políticas existentes quanto à estrutura de fiscalização e controle. Frisa-se ainda, que este segmento

passou por várias adequações quanto ao seu regulamento em 2006, 2011 e em 2017, com a intenção de aprimorar a estrutura de governança e direitos dos acionistas (B3, 2021).

Assim, as principais alterações realizadas no novo mercado em 2017, com aplicação a partir de 2018, são: 1) O capital composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto; 2) Quanto à alienação do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço atribuído às ações detidas pelo controlador; 3) Instalação da área de auditoria, comitês de Auditoria Interna (estatutário ou não estatutário) e Compliance; 4) Caso a empresa opte pela saída do Novo Mercado, realiza-se a oferta pública de aquisição de ações por valor justo, no qual, no mínimo 33,33% dos titulares das ações em circulação aceitem a oferta pública ou concordem com a saída do segmento; 5) O conselho de administração deve conter no mínimo, 2 ou 20% de conselheiros independentes (o que representar maior valor), com mandato unificado de, no máximo, dois anos; 6) Manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (*free float*), ou 15%, em caso de ADTV (*average daily trading volume*) que for superior a R\$ 25 milhões; 7) Divulgação do processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria, bem como sua estruturação; 8) Elaboração e divulgação das seguintes políticas: remuneração; indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; gerenciamento de riscos; transação com partes relacionadas e negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo (com exceção da política de remuneração); 9) Divulgação simultânea, em inglês e português, de fatos relevantes, informações sobre proventos e *press releases* de resultados; e 10) Divulgação mensal das negociações com valores mobiliários de emissão da empresa pelos e acionistas controladores (B3, 2021).

Assim, em virtude dos critérios de adoção a práticas de GC no novo mercado da B3, para a composição da amostra deste estudo optou-se por empresas deste segmento acionário do Brasil. É crescente o número de estudos que a literatura apresenta sobre o tema GC, a abrangência e importância que a academia relata sobre os possíveis impactos e a relação de uma boa gestão de governança nas empresas são de alta relevância (Lima, Oliveira, Cabral, Santos, & Pessoa, 2015; Tavares & Penedo, 2018; Furtado *et. al.*, 2020).

2.5 Pesquisas recentes

A literatura se mostra inconclusiva quanto à relação das temáticas desempenho financeiro e governança corporativa. Se por um lado há estudos que apontam para uma significativa relação entre *performance* financeira e governança corporativa e que boas práticas

de GC tendem a realizar melhores investimentos (Al-Gamrh *et. al.*, 2020; Coleman e Wu, 2020; Hermuningsih, Kusuma & Cahyarifida, 2020; Mishra, Jain e Manogna, 2020) por outro, há estudos que relatam sobre a importância de desenvolver mecanismos de GC, mas que ela não exerce um impacto significativo e representativo no desempenho das empresas (Buallay, Hamdan e Zureigat, 2017; Barbosa, Cabral e Nascimento, 2018; Zambon *et. al.*, 2018; Al-Gamrh *et. al.*, 2020).

O estudo de Barros, Santos, Orso e Sousa (2021) aponta que o número de membros independentes no conselho de diretores e que a participação de supervisores do conselho influencia de forma positiva a *performance* de mercado da empresa. Pinteá *et. al.* (2020) avaliaram o impacto da adoção de práticas de governança corporativa com empresas listadas na bolsa de valores da Romênia. Os autores constataram a ausência de um impacto significativo da adoção destas práticas na *performance* mensuradas através da ROE, EVA (Valor Econômico Adicionado) e TSR (Total do Retorno a acionistas), mas uma significativa e positiva relação com o Q de Tobin.

Hermuningsih, Kusuma e Cahyarifida (2020) em seu estudo com empresas de manufatura da Indonésia, listadas na bolsa de valores deste país, no período de 2014 a 2016, constataram que a governança corporativa promove de forma significativa a *performance* da empresa. Além disso, afirmam que esta significativa relação entre *performance* financeira e governança corporativa sugere que as empresas deveriam implementar e aprimorar constantemente seus princípios de governança (transparência na contabilidade, responsabilidade, independência e justiça).

Mishra, Jain e Manogna (2020) desenvolveram uma pesquisa com empresas não financeiras da bolsa de valores da Índia, entre os anos de 2010 a 2018, na qual examinaram a relação empírica entre um index de governança corporativa e *performance* financeira. Os resultados apontaram que a governança corporativa estava positivamente relacionada a alguns indicadores de *performance*, como o ROA, porém, foi identificada uma relação negativa com o Q de Tobin.

Coleman e Wu (2020) em seu estudo com empresas não financeiras da bolsa de valores da Nigéria e Gana, entre os anos de 2012 a 2016, relatam que os indexes de estrutura de propriedade, diligência, tamanho do conselho, divulgação do conselho, direitos dos acionistas e conformidade do conselho obtiveram uma influência positiva no ROE e ROA. O crescimento do Q de Tobin, neste caso, dependeu dos procedimentos do conselho, conformidade do conselho e diligência.

O estudo de Kyere e Ausloos (2021) que contempla 252 empresas não financeiras da bolsa de valores do Reino Unido, do ano de 2014, destacou que alguns mecanismos de GC, como tamanho do conselho e independência dos membros do conselho exibiram um poder preditivo financeiro nos indicadores ROA e Q de Tobin. Quanto ao mecanismo de reuniões do conselho e comitê de auditoria, os resultados se mostraram inconclusivos. Outro mecanismo que não demonstrou nenhum resultado conclusivo foi a dualidade do CEO da empresa. Constatando assim, que quando os mecanismos de GC corretos são escolhidos, a *performance* financeira da empresa pode ser desenvolvida.

A pesquisa de Napitupulu *et. al.* (2020) com empresas de manufatura da bolsa de valores da Indonésia constatou que o conselho de diretores e comissários independentes possuem influência na *performance* financeira da empresa, enquanto o comitê de auditoria e as propriedades gerenciais não afetam a *performance*. Este desempenho é desenvolvido com a existência de um conselho independente que guia e direciona as decisões da empresa. Sendo possível assim verificar que se os mecanismos de governança corporativa estão bem, então a *performance* da empresa irá crescer.

Al-Gamrh *et. al.* (2020) efetuaram um estudo com 501 empresas da bolsa de valores dos Emirados Árabes, entre os anos de 2008 e 2012, que analisava a influência dos investimentos na *performance* das empresas diante das práticas de GC. Os resultados demonstram que tais investimentos possuem uma influência negativa na *performance* das empresas. Além disso, demonstraram que os mecanismos de GC praticados no país são fracos. Assim, uma forte GC melhora a influência nestes investimentos. Neste estudo, os melhores mecanismos de GC encontrados foram o funcionamento do conselho e ética.

Yousaf, Khurshid, Ahmed e Zulfiqar (2019) pesquisaram sobre a intensidade da pesquisa e desenvolvimento e a *performance* financeira em relação à sua estrutura de GC, em empresas não financeiras listadas na bolsa de valores do Paquistão, entre os anos de 2009 a 2016. Os resultados apontam que a estrutura de propriedade e a estrutura do conselho estão negativamente moderadas perante a relação pesquisa e desenvolvimento e *performance* financeira.

Farooque, Buachoom e Sun (2020) investigaram os efeitos do conselho, das características do comitê de auditoria e as estruturas de propriedade diante da *performance* financeira de 452 empresas listadas na bolsa de valores da Tailândia, entre os anos 2000 a 2016. Os resultados apontam que estruturas de propriedade, concentração de participação acionária e participação da família na participação acionária possui uma significativa influência na *performance* da empresa. Além disso, mecanismos da GC como tamanho do conselho,

independência, quantidade de reuniões e comitê de auditoria mostraram um poder significativo na *performance* financeira.

A pesquisa de Malik (2017) envolveu empresas da bolsa de valores da Índia, entre os anos de 2004 a 2014, a qual examina o efeito dos atributos da GC na *performance* financeira. Os achados da pesquisa são que a participação de acionistas e investidores estrangeiros possuem uma significativa e positiva relação com a *performance*. Já o tamanho do conselho e o percentual de diretores no mesmo possui uma negativa e significativa relação com a *performance*.

Yasser, Mamun e Seamer (2017) em sua pesquisa com empresas listadas na bolsa de valores do Paquistão no ano de 2014, analisou a demografia do conselho e a *performance* da GC. Os resultados apontam para uma positiva relação entre o tamanho do conselho, representação de minorias e engajamento da família na diretoria. Contudo, a independência do conselho de diretores possui um impacto negativo na geração de valor destas empresas.

O estudo de Al-Ahdal et. al. (2020) analisou o impacto da GC na *performance* financeira de 53 empresas não financeiras da Índia, entre os anos de 2009 a 2016. Os resultados apontam que o conselho contábil e o comitê de auditoria não proporcionam nenhum impacto na *performance* das empresas (utilizando como métrica o ROE e o Q de Tobin). Enquanto transparência e divulgação de informações possui um impacto negativo insignificante nas empresas (mensuradas pelo Q de Tobin).

O estudo de Buallay, Hamdan e Zureigat (2017) mensurou o impacto da GC na *performance* financeira de 171 empresas listadas na bolsa de valores da Arábia Saudita, entre os anos de 2012 a 2014. Os resultados apontam que não há impacto significativo da GC na *performance* financeira destas empresas. O Q de Tobin, neste estudo, evidenciou que não há impacto significativo da propriedade acionária para grandes investidores, bem como a independência dos diretores não possui nenhuma influência sobre a *performance* das empresas.

Já Barbosa, Cabral e Nascimento (2018) analisaram empiricamente as relações dinâmicas e a GC no desempenho de 195 empresas listadas na B3, entre os anos de 2014 a 2016. Os resultados enaltecem que mesmo com mecanismos de GC rigorosos, ela não apresenta efeitos diretos no desempenho, sendo apenas um efeito indireto nas capacidades dinâmicas da empresa. Logo, ao adotar práticas de GC a empresa não deve esperar um impacto em seu desempenho econômico.

Zambon et. al. (2018) analisou a relação da adoção de mecanismos de governança corporativa e a eficiência econômica de empresas do setor elétrico listadas na B3, entre os anos de 2010 a 2013. Os resultados apontam que não houve evolução dentre os níveis de GC e a

eficiência reduziu o score médio destas empresas. Não foi encontrada relação entre as duas variáveis de forma geral, contudo, quando separadas as empresas com bons níveis de GC e fracos níveis GC, obteve-se a relação positiva com o primeiro grupo e negativa com o segundo.

Dento da relação destes dois grandes constructos destacam-se alguns componentes que são debatidos de forma enfática. A diretoria é enaltecida como um dos fatores precursores do sucesso financeiro de uma empresa, onde um impacto pode ser identificado quanto à independência do conselho, seu tamanho e diversidade (Herdjiono & Sari, 2016; Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017). O conselho de administração também é enfatizado como um mecanismo chave para uma boa governança, na medida em que questões como tamanho do conselho e independência de seus membros são respaldadas no desempenho, bem como o número de vezes que esse grupo se reúne (Kyere e Ausloos, 2021; Farooque, Buachoom & Sun, 2020 Coleman e Wu, 2020), assim como o comitê de auditoria, uma vez que este grupo tem por incumbência garantir a veracidade das informações (Farooque, Buachoom e Sun, 2020). Além disso, informações claras e diretas contribuem para que o investidor tenha acesso aos resultados das empresas, contribuindo para sua tomada de decisão em onde investir seus recursos (Alahdal et. al., 2019).

2.6 Considerações do capítulo

A GC é composta por vários constructos e assim é possível desenvolver modelos que a mensurem para fins de estudo. Muitas são as pesquisas que desenvolvem e replicam modelos a fim de mensurar de forma quantitativa a GC (Barros *et. al.*, 2020; Camargo, 2018; Zambon et. al., 2018; Bach, Kudlawicz & Silva, 2015), contudo, são escassos os modelos de mensuração que se aplicam às empresas do mercado acionário brasileiro integrantes do novo mercado, principalmente após as alterações realizadas pela B3 em 2018.

Um dos constructos mais abordados neste contexto é a diretoria, onde a literatura apresenta resultados interessantes. Napitupulu *et. al.* (2020) e Phuong e Hung (2020) comentam que o conselho de diretores influencia a *performance* e valor da empresa, e que a dualidade dos diretores (ocupar cargos tanto na diretoria quanto no conselho de administração) pode ser um fator de impacto. Há estudos que o apontam como um critério que está negativamente associado ao desempenho financeiro (Mishra & Kapil, 2018), contudo, há outros estudos que inferem que tal prática nas empresas é positiva, em se tratando de desempenho financeiro (Boonlert-U-Thai & Pakdee, 2018; Saini & Singhania, 2018).

Além da dualidade, quando analisada a questão da diversidade de gênero na diretoria, estudos comentam que ela está positivamente associada ao desempenho, no qual promove maior discussão dos assuntos e maior clareza nas informações prestadas, contribuindo assim para remeter maior segurança aos investidores (Kaur & Vij, 2017; García-Sánchez, Suárez-Fernández & Martínez-Ferrero, 2018; Egerová & Nosková, 2019; Lim, Ma &, SU, 2019). Em contrapartida, o estudo de Wang (2020) comenta que as mulheres nos conselhos de diretores não proporcionam significativa influência para um melhor desempenho financeiro e da governança de modo geral. Assim, seguem as seguintes hipóteses relacionadas à diretoria.

H1. A heterogeneidade na diretoria está positivamente relacionada ao desempenho financeiro.

H2. A dualidade na diretoria está negativamente associada ao desempenho financeiro.

Já em relação ao conselho de administração, a heterogeneidade em conselhos de administração também é um tema muito debatido na literatura, e assim como o caso da diretoria, os resultados que apresentam são relevantes. Os estudos de Dal Magro, Dani, Vergini & Silva (2018) e Costa, Sampaio e Flores (2019) comentam que há uma relação positiva entre o desempenho empresarial e a participação de mulheres no conselho de administração. Já os estudos de Silva e Margem (2015) e Jesus, Souza, Pelucio-Grecco e Silva (2020) comentam que no Brasil tal questão possui resultados inconclusivos, pois a representatividade de mulheres neste grupo estratégico não é significativa ao ponto de poder efetuar alguma inferência.

Outra variável muito debatida dentro do conselho de administração são os membros independentes. Tais membros têm a função de trazer um olhar de fora para a empresa, no qual sugere e examina questões com outro olhar. Enquanto há estudos que inferem que tais membros não exercem um impacto representativo no desempenho financeiro (Yasser, Al Mamun & Seamer, 2017), há outros que comentam que tal variável pode apresentar-se como um fator significativo no resultado financeiro e que é importante promover maior adesão de conselheiros independentes devido à sua posição estratégica dentro da GC (Kyere & Ausloos, 2019; Barros et. al., 2020; Handayani, Rohman, Chariri & Pamungkas, 2020; Napitupulu et. al., 2020).

Além da heterogeneidade de gênero e membros independentes em conselhos de administração, há na literatura pesquisas que comentam sobre a relação do tamanho deste conselho dentro da governança corporativa e o desempenho financeiro da empresa. Os estudos de O'Connell e Cramer (2010), Gill e Mathur (2011) e Melawati e Wahyuningsih (2016) comentam que não há nenhuma influência ou que o tamanho do conselho está negativamente associado a *performance* financeira da empresa. No entanto, os estudos de Tornyeva and Wereko (2012), Mishra e Mohanty (2014), Herdjiono e Sari (2017), Farooque, Buachoom e Sun (2020) e Hermuningsih, Kusuma e Cahyarifida (2020) comentam que há relação entre esses

dois constructos, pois o mesmo influencia diretamente no processo de tomada de decisão, tendo em vista o maior compartilhamento de experiências entre os membros e assim, impactando positivamente no desempenho. Através de tais achados na literatura, surgem as seguintes hipóteses pertinentes ao conselho de administração.

H3. A heterogeneidade no conselho de administração está positivamente relacionada ao desempenho financeiro.

H4. A existência de membros independentes acima do percentual exigido por lei está positivamente associada ao desempenho.

H5. O tamanho do conselho de administração está positivamente associado ao desempenho financeiro.

Com relação ao comitê de auditoria, há estudos que o ligam diretamente à *performance* financeira da empresa, em razão do poder das informações auditadas por estes agentes para com os *stakeholders* da empresa (Tornyeva & Wereko, 2012; Herdjiono & Sari, 2017; Hermuningsih, Kusuma, & Cahyarifida, 2020). No entanto, há também pesquisas que comentam que o comitê de auditoria não influencia de forma significativa a *performance* financeira, como é o caso do estudo de Napitupulu *et. al.* (2020), o qual afirma que o comitê de auditoria é responsável por assessorar o conselho de administração no monitoramento das informações que compõem os relatórios, garantindo sua credibilidade, e em razão disso não influencia de forma direta nos resultados da empresa.

Além disso, há estudos que incluem a auditoria externa como uma variável a ser mensurada, tendo em vista o impacto que a auditoria realizada por empresas especializadas pode gerar, que pode ir desde questões relacionadas à segurança nas informações prestadas até a segurança de um investidor em deixar seus recursos em determinada empresa. Existem atualmente quatro grandes empresas que prestam tal tipo de consultoria em auditoria e que são referência quando aborda-se o assunto auditoria externa, são elas: Ernst & Young (EY), Deloitte, PricewaterhouseCoopers (PwC) e KPMG, também conhecidas como *Big Four* (Al-Gamrh et al., 2020; Farooque, Buachoom & Sun, 2019). Diante disso, é pertinente avaliar como é o comportamento da auditoria em empresas brasileiras e assim surge a seguinte hipótese:

H6. Empresas auditadas por uma Big Four estão positivamente associadas ao desempenho financeiro.

Referente às reuniões do conselho, o estudo de Kaur e Vij (2017) e Mishra e Kapil (2018) apontam que estas podem transpassar um positivo sinal para o mercado, em se tratando de comprometimento em resolver os problemas e assim, acaba por gerar valor. Além disso, conselhos que se encontram mais vezes ao ano tendem a ser mais eficientes, pois os membros

conseguem ter mais efetividade quanto às estratégias. Já o estudo de Yousaf *et. al.* (2019) comenta que a frequência das reuniões possui uma moderada relação negativa quanto aos aspectos da estrutura do conselho. E diante do exposto, surge a seguinte hipótese.

H7. A quantidade de reuniões anuais do conselho de administração está positivamente associada ao desempenho financeiro.

Por fim, os Princípios da GC são um dos fatores que mais impactam a imagem da empresa, e conseqüentemente, o olhar dos investidores sobre ela é a transparência das informações. A prática de divulgação de informações com qualidade e transparência tende a impactar de forma positiva o desempenho da empresa (sendo ela de forma direta ou indireta), tendo em vista que informações mais precisas podem despertar o interesse de investidores e, conseqüentemente, a captação de mais recursos para investimentos. Salienta-se que estes princípios da GC (transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa) estão diretamente ligados aos agentes que a compõe, como diretores, conselho de administração e comitê de auditoria (Silveira, 2015; Degenhart, Soares Casarin, Marquezan & Soares, 2021).

Assim, a transparência das informações, principalmente no que tange a governança corporativa deveriam ser revistas - na intenção de promovê-las - a fim de apresentar informações mais claras e relevantes aos investidores. O repasse de informações pertinentes aos investidores auxilia no processo de confiança do investidor para com a empresa, tendo em vista a transparência nas informações repassadas (Correa-Mejía, Castaño, Orozco & Castro, 2020); Kalash, 2020; Mishra, Jain & Manogna, 2020). Inclusive, há estudos como o de Hermuningsig, Kusuma e Cahyarifida (2020), que sugerem aumentar de forma considerável a implantação dos princípios da GC para que a empresa esteja em um ambiente mais estruturado e assim, promover ainda mais o seu desempenho financeiro.

Além disso, a literatura aponta que quando se volta o olhar para as empresas do mercado acionário brasileiro, sobre a divulgação de informações pertinentes a GC, percebe-se que são tornadas públicas informações relevantes aos seus interessados. No entanto, é possível avançar ainda mais, na intenção de se fortalecer no mercado e tornar-se cada vez mais transparente, e conseqüentemente, transparecer mais segurança aos seus investidores (Crisóstomo & Girão, 2019).

Assim, quando abordada a temática governança corporativa, os assuntos e métricas mais utilizados pela literatura nacional e internacional são: conselho de diretores, conselho de administração, auditoria, reuniões do conselho e princípios da governança corporativa. Da mesma forma, quando abordado o tema desempenho financeiro, os índices mais utilizados são: ROE, ROA e Ebitda. Quanto à métrica para quantificar a GC neste estudo, optou-se em elaborar

um índice a partir das variáveis encontradas na literatura, que será abordado com mais detalhes no capítulo seguinte.

3 Método e Técnicas da Pesquisa

Este capítulo tem por finalidade apresentar os principais passos metodológicos utilizados para responder ao objetivo proposto, que é analisar os impactos da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas integrantes no Novo Mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão. Desta forma, este capítulo está dividido em quatro subseções, na intenção de apresentar os procedimentos e métodos adotados para cumprir o objetivo proposto e responder à questão da pesquisa. A primeira subseção apresenta o delineamento da pesquisa, onde exhibe o enquadramento metodológico do estudo. Em seguida, são apresentados os procedimentos de coleta de dados, nos quais se informa a maneira que os dados foram coletados e suas fontes. Posteriormente, comenta-se sobre os procedimentos de análise dos dados, os quais abordam como os dados serão analisados. Por fim, são apresentadas as limitações do método empregado.

3.1 Delineamento da pesquisa

A classificação de uma pesquisa varia na medida em que o enfoque dos dados, os métodos, objetos de estudo e interesses se alteram. A pesquisa científica tem por finalidade explorar um ou mais aspectos de algum assunto, sob a intenção de avançar no conhecimento de alguma área. Logo, em razão das peculiaridades envolvidas em cada pesquisa, ela pode ser classificada perante alguns quesitos. Diante do exposto, este estudo pode ser classificado quanto à sua natureza, pesquisa aplicada; quanto aos seus objetivos, pesquisa descritiva; quanto aos procedimentos, pesquisa documental e bibliográfica; com abordagem quantitativa para manuseio dos dados (Prodanov & Freitas, 2013).

Em razão de esta pesquisa relacionar os aspectos da GC perante o desenvolvimento sustentável financeiro das empresas listadas no novo mercado da B3, este estudo se classifica perante sua natureza como aplicada. Este tipo de pesquisa tem por objetivo promover o conhecimento através da aplicação prática com o intuito de solucionar algum problema (Gil, 2008; Prodanov & Freitas, 2013).

Tendo em vista que este estudo buscou relacionar duas grandezas e descrever como elas se comportam, ele é classificado perante seus objetivos como pesquisa descritiva. Este tipo de pesquisa descreve as características de um determinado fenômeno ou estabelece a relação entre variáveis, na qual envolve técnicas padronizadas para a coleta dos dados. A pesquisa descritiva

tem como pressuposto a compilação dos dados sem manipulá-los, logo, o pesquisador interpreta os dados coletados, porém, sem fazer inferências sobre eles (Prodanov & Freitas, 2013).

Os procedimentos técnicos são a forma como se obtêm os dados para a elaboração do estudo. É muito importante determinar um modelo de operação para a pesquisa, onde se expressa seu plano de ação e delineamento de idéias. Um elemento fundamental para este delineamento é o procedimento que se adota para a coleta dos dados. Esta coleta pode se dar através de duas grandes fontes, a bibliográfica e a documental. A primeira está voltada para documentos já publicados, tais como livros, revistas e periódicos; já a segunda se trata de documentos que não receberam algum tratamento analítico ou que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa. A pesquisa documental pode ainda ser subdividida em documentos primários e secundários; são considerados documentos primários reportagens de jornais, cartas e gravações, já os documentos secundários são os relatórios de pesquisa, relatórios de empresas e tabelas estatísticas (Gil, 2008; Prodanov & Freitas, 2013).

Visando atender o objetivo desta pesquisa, o qual foi analisar a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas integrantes dos segmentos cíclico e não cíclico no novo mercado da B3, a intenção deste estudo foi elaborar um índice de GC através das variáveis identificadas na literatura nacional e internacional, coletar os dados que formam o índice no site da B3 e site corporativo das empresas, calcular os índices de desempenho financeiro desta amostra e analisar a sua relação através da correlação de *Pearson* e regressão múltipla. Assim, quanto aos seus procedimentos técnicos, esse estudo se classifica como bibliográfico, em razão do levantamento da literatura existente para a composição do índice e documental de fontes secundárias, em razão de utilizar documentos contábeis e administrativos para a coleta de dados.

Perante a abordagem do problema, este estudo se classifica como quantitativo. Esta abordagem traduz em números as informações, onde se utiliza técnicas estatísticas para análise dos dados, tais como média, mediana, desvio padrão e análise de regressão. Assim, a análise quantitativa transforma informações em números por meio de técnicas estatísticas (Lakatos & Marconi, 2011; Prodanov & Freitas, 2013). Para o desenvolvimento deste estudo, as métricas estatísticas utilizadas foram: média, mediana, desvio padrão a fim de obter um parâmetro geral do desempenho financeiro da população, correlação de *Pearson* e regressão linear na intenção de analisar a relação das variáveis de desempenho financeiro e GC.

3.2 Amostra

A amostra de um estudo vem a ser uma parcela da população/universo do qual é selecionada perante algum critério (Martins & Theophilo, 2009). O segmento do novo mercado da B3 é composto atualmente por 204 empresas de nove setores (ano de 2021). Para esta pesquisa, optou-se por estudar os setores Cíclico e Não Cíclico, na qual a mesma totaliza 53 empresas em 2018, 57 empresas em 2019 e 68 empresas em 2020, conforme Apêndice A. O período utilizado para análise dos dados corresponde aos anos de 2018 a 2020.

O setor escolhido para o estudo representa aproximadamente 39% do total de empresas que compõem o novo mercado da B3 no ano de 2020. Este segmento foi escolhido em virtude de suas áreas de atuação serem distintas, proporcionando assim maior amplitude na comparação entre as empresas.

3.3 Variáveis da pesquisa

Para a quantificação da governança corporativa, elaborou-se um índice, em que para a composição das dimensões optou-se pelo método *Dummy*, onde se atribuiu 1 se sim e 0 caso a empresa não integrasse a informação daquele item. Para a divisão 4, foi utilizada a quantidade de reuniões realizadas anualmente. Assim, o índice foi composto por cinco dimensões: Diretoria, Conselho de Administração, Auditoria, Reuniões do Conselho e Princípios da GC. A seguir, a Tabela 02 apresenta o índice de GC formulado para esta pesquisa e os estudos que a embasaram.

Tabela 02

Variáveis e divisões que compõem o Índice de Governança Corporativa

Divisão	Variáveis de estudo	Embasamento da literatura
D1-Diretoria	Há diversidade de gênero no conselho de diretores	Kaur & Vij (2017), Saini & Singhania (2018)
	A diretoria é composta por 3 ou mais membros	Malik (2017), Farooque, Buachoom & Sun (2019), Mishra, Jain & Manogna (2020)
	A diretoria é composta por membros distintos do conselho de administração	Boonlert-U-Thai & Pakdee (2018), Mishra & Kapil (2018), Saini & Singhania (2018), Kyere & Ausloos (2019)
	Os diretores não possuem outros cargos em outras empresas	Saini & Singhania (2018), Zambon, et. al. (2018)
	É inexistente o acúmulo de funções de diretoria	Saini & Singhania (2018)
D2-Conselho de administração	Há diversidade de gênero no conselho de administração	Kaur & Vij (2017), Dal Magro, Dani, Vergini & Silva (2018), Saini & Singhania (2018), Costa, Sampaio e Flores (2019),
	Ao menos 30% do conselho são formados por conselheiros independentes	Yasser, Al Mamun & Seamer (2017), Mishra & Kapil (2018), Kyere & Ausloos (2019), Barros et. al. (2020), Handayani et. al. (2020), Suklev, Debarliev & Drakulevski (2020)
	O conselho de administração é formado por 5 a 9 membros	Gill e Mathur (2011), Melawati et. al. (2016); Malik (2017), Farooque, Buachoom & Sun (2019), Mishra, Jain & Manogna (2020)
	Há informações sobre a composição do conselho de administração no Relatório da Administração enviado à CVM	Bach, Kudlawicz & Silva (2015), Saini & Singhania (2018)
D3- Auditoria	A empresa disponibiliza informações sobre o seu comitê de auditoria interno	Mishra & Kapil (2018), Zambon et. al. (2018), Napitupulu et. al. (2020)
	Ao menos um membro do comitê de auditoria é externo	Tornyeva & Werekó (2012), Napitupulu et. al. (2020)
	Número de reuniões do comitê de auditoria é de 3 ou mais por ano	Farooque, Buachoom & Sun (2019)
	Empresa auditada por uma Big Four (PWC, KPMG, E&Y ou Deloitte)	Zambon et. al. (2018), Al-Gamrh et al. (2020), Farooque, Buachoom & Sun (2019)
D4-Reuniões	Número de reuniões do conselho de administração	Suteja, Gunardi & Auristi (2017), Kaur & Vij (2017), Mishra & Kapil (2018), Saini & Singhania (2018), Farooque, Buachoom & Sun (2019), Yousaf et. al. (2019), Mishra, Jain & Manogna (2020)
D5-Princípios da GC: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa	A empresa informa em algum documento ou site a composição dos membros do conselho de administração	Lima et. al. (2015), IBGC (2016), Saini & Singhania (2018), García-Sánchez, Suárez-Fernández & Martínez-Ferrero (2018)
	O website dispõe de documentos relativos à governança corporativa	Bach, Kudlawicz & Silva (2015), Lima et. al. (2015), García-Sánchez, Suárez-Fernández & Martínez-Ferrero (2018)
	O website da empresa possui tradução em um ou mais idiomas	Bach, Kudlawicz & Silva (2015), Lima et. al. (2015)
	O RA (Relatório da Administração) inclui seção dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa	Bach, Kudlawicz & Silva (2015), IBGC (2016), Saini & Singhania (2018), Al-ahdal et. al. (2019), Degenhart et. al. (2021)

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Para medir o desempenho financeiro da população escolhida, foi efetuado o cálculo de três índices utilizados amplamente nos estudos pertinentes a GC. A Tabela 03 informa tais índices e o embasamento da literatura.

Tabela 03

Índices utilizados para medir o desempenho financeiro

Índice	Fórmula	Métrica	Embasamento da literatura
ROE - Retorno sobre o patrimônio líquido	$\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$	É o <i>payback</i> dos proprietários - Informa em quanto tempo os investidores/proprietários irão recuperar o seu investimento	Kaur & Vij (2017); Buallay, Hamdan & Zureigat (2017); Malik (2017); Usman & Yakubu (2018); Al-ahdal et. al. (2019); Yousaf et. al. (2019); Coleman & Wu (2020); Saleh, Abu Afifa & Alsufy (2020); Silva et. al (2020).
ROA - Retorno sobre o Ativo	$\text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total}$	É o <i>payback</i> da empresa - Informa quanto tempo a empresa demora para obter retorno do capital investido	Buallay, Hamdan & Zureigat (2017); Kaur & Vij (2017); Malik (2017); Yasser, Mamun & Rodrigs (2017); Mishra & Kapil (2018); Saini & Singhanian (2018); Yousaf et. al. (2019); Mishra, Jain & Manogna (2020).
Ebitda	Lucros antes dos juros, impostos, depreciação e amortização	Informa quanto a empresa efetivamente gerou de lucro através das suas atividades operacionais	Saini & Singhanian (2018); Bussin & Ncube (2017); Ararat, Balc &, Yurtoglu (2016); Vilhena & Camargos (2015).

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Tendo sido expostas as variáveis da pesquisa, o próximo subcapítulo apresenta como se deu a coleta e análise dos dados para responder ao problema de pesquisa.

3.4 Procedimentos de coleta e análise de dados

A coleta dos dados é o momento da pesquisa que objetiva buscar as informações pertinentes para obtenção dos resultados para então, realizar as análises e responder ao problema da pesquisa. É nesta etapa que se define onde e como será realizada a coleta das informações (Martins & Theóphilo, 2009; Prodanov & Freitas, 2013). Assim, para o índice de GC, os dados do estudo foram coletados em relatórios junto ao site da B3 e em documentos fornecidos pela empresa no site corporativo. Já para o cálculo dos índices financeiros, a coleta foi junto aos demonstrativos financeiros disponibilizados no site da B3, para confrontar com o valor apresentado no programa Economática.

A análise dos dados tem por finalidade organizar e sintetizar os resultados encontrados para que assim forneçam embasamentos suficientes para reponder ao problema de pesquisa e então, cumprir o objetivo proposto (Lakatos & Marconi, 2011; Prodanov & Freitas, 2013). Primordialmente, foi realizada uma análise descritiva (média, mediana, desvio padrão, maior e

menor) dos dados financeiros, bem como a análise geral dos dados pertinentes à GC da população estudada. Posteriormente, efetuou-se a análise estatística dos dados através da correlação de *Pearson* e regressão linear.

A correlação estima a força da relação linear existente entre duas variáveis, onde esta pode ser positiva, negativa ou nula. Logo, é uma métrica utilizada para caracterizar tal relação em dois sentidos (negativo e positivo), ou ainda em outras palavras, a correlação de *Pearson* mede o grau e a direção da relação linear existente entre duas variáveis quantitativas. A correlação de *Pearson* pode variar de -1 a 1, assim, quanto mais próximo de 1, maior o grau de dependência estatística linear entre as variáveis, e quanto mais próximo de -1, menor é a dependência estatística (Moore, 2007; Martins & Theóphilo, 2009).

Para a análise da correlação de *Pearson*, algumas condições precisam ser satisfeitas: a) o valor indicado na correlação não se deve alterar caso for modificada a unidade de mensuração das variáveis; b) o coeficiente de correlação não diferencia variáveis dependentes de independentes, no qual o valor de correlação existente entre a variável X e Y e da variável Y e X é o mesmo. Faz-se necessário aqui, ressaltar que a correlação não pode ser confundida com relação de efeito/causa. Logo, a correlação resume-se em confirmar se há semelhança ou não na distribuição das variáveis; c) a correlação de *Pearson* não possui unidade física que a defina, sendo que, uma correlação de 0,4 não pode ser interpretada como uma correlação de 40% entre as variáveis, e nem que uma correlação de 0,8 é o dobro que uma de 0,4 (Schild, 1995; Chen & Popovic, 2002).

Além das condições citadas acima, algumas propriedades também precisam ser cumpridas para realizar a análise de correlação de *Pearson*: a) é necessário que haja independência nas observações; b) examinar os *outliers*, tendo em vista que estes interferem de forma significativa a correlação; c) os valores a serem estudados precisam estar distribuídos de forma normal, assim, geralmente aplicam-se testes de normalidade para tal fim; e d) as variáveis precisam ser quantificáveis. A não observação de tais premissas pode comprometer os resultados da pesquisa (Schild, 1995; Figueiredo Filho & Silva Júnior, 2010). Assim, para analisar a relação existente entre a GC e o desempenho financeiro das empresas, empregou-se a correlação de *Pearson*, sob o uso do Software SPSS, após isso, foi realizada a regressão linear bivariada com cada um dos índices financeiros (Ebitda, ROA e ROE).

O modelo de regressão linear utilizado nesta pesquisa representa a relação linear entre a variável dependente e um conjunto de variáveis independentes. A razão do emprego de tal método é sua propriedade de prever ou/e estimar o valor médio que a variável dependente exerce sobre a variável independente. Logo, o objetivo de tal análise é prever possíveis

mudanças da variável dependente a partir das mudanças ocorridas com as variáveis independentes (Gujarati, 2006). Com o uso dessa técnica estatística, buscou-se verificar se há uma relação positiva entre os constructos da GC perante o desempenho financeiro. Para este estudo optou-se como variáveis dependentes o Ebitda, o ROA e o ROE.

Foi efetuado também o teste VIF (*Variance Inflation Factor*), sob a intenção de testar a presença de multicolinearidade para com as variáveis. A multicolinearidade correlaciona uma preditora com outra preditora, assim, aponta os possíveis problemas (o aumento de erros) para o ajuste do modelo proposto. O aumento dos erros padrão pode apontar que o coeficiente de alguma variável pode não ser diferente de zero, a um determinado nível de significância. Os valores ideais de VIF são os abaixo de 5, em razão de os valores acima destes representarem problemas de multicolinearidade entre as variáveis (Fávero, Belfiore, Silva & Chan, 2009).

Além disso, foi realizado o teste Durbin-Watson, para medir a autocorrelação entre os resíduos; logo, a dependência entre as variáveis (Hoffmann, 2016). A estatística de Durbin-Watson está na faixa de 0 a 4, onde o valor próximo a 2 indica que o modelo não possui autocorrelação. Assim, uma autocorrelação positiva indica valores de Durbin-Watson abaixo de 2, e uma autocorrelação negativa indica valores de Durbin-Watson acima de 2. Desta forma, quanto mais próximo de 2 o resultado do teste Durbin-Watson for, melhor (Cohen, Cohen, West & Aiken, 2003; Field, 2009; Cabral & Lin, 2011).

Outro valor de referência utilizado nessa pesquisa é o coeficiente de determinação (R^2). Ele pode variar de 0 a 1, que mede o quão bem a linha dos dados se ajusta no modelo. Dentro desta pesquisa, esse valor irá dizer o quanto da variação dos indicadores da GC pode ser explicado pelos indicadores financeiros. Já o R^2 ajustado, também com valores de referência de 0 a 1, determina com fatores preditores adicionais que acabam por causar um ajuste mais acurado do modelo. Evidencia-se que tal valor de referência não pode ser utilizado para fins de relacionamentos casuais (causa *versus* variação) (Field, 2009).

O coeficiente de determinação possui valores de referência do R^2 para estudos nas áreas de ciências comportamentais e sociais são: R^2 igual a 2% é classificado como efeito baixo, R^2 igual a 13% é considerado como efeito médio e, R^2 com 26% ou mais é considerado efeito grande. Logo, caso um modelo de estudo apresentar um R^2 de ,27 por exemplo, indica que o modelo tem 27% de variabilidade perante a variável dependente (Cohen, 1988; Ringle, Silva & Bido, 2014).

Diante de todo o exposto acima, a Figura 01 apresenta o modelo teórico da pesquisa.

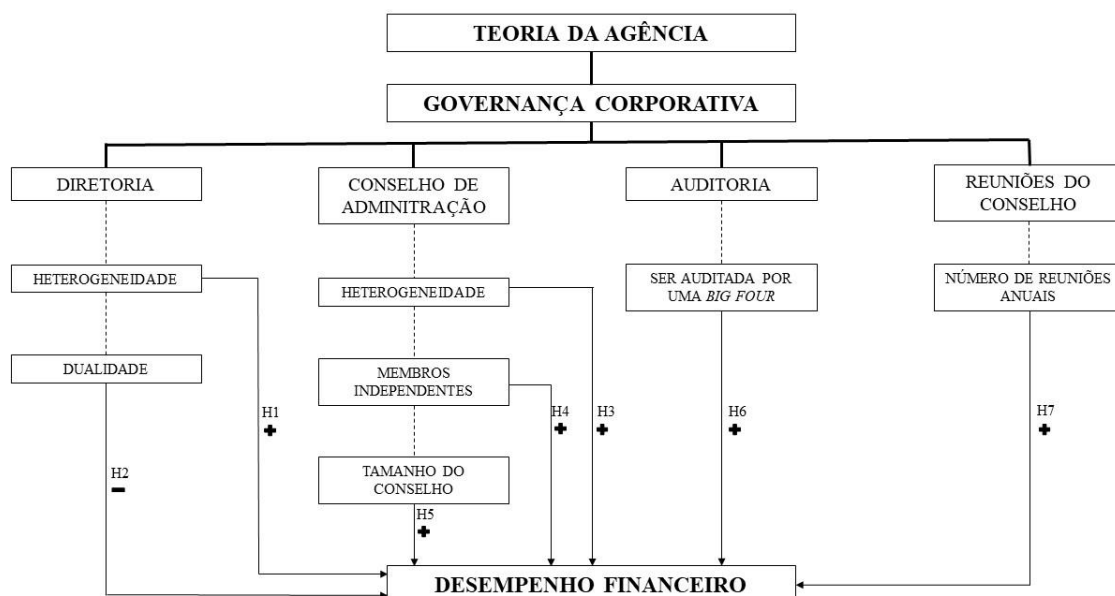


Figura 01. Modelo teórico da pesquisa

Fonte. Dados da pesquisa (2022).

Em resumo, esta pesquisa buscou compreender se a governança corporativa (através das variáveis do índice formado) pode estar relacionada ao desempenho financeiro das empresas que compõem a população escolhida, sob a ótica da Teoria da Agência e voltado à sustentabilidade financeira. O subcapítulo a seguir comenta sobre as limitações do estudo.

3.5 Limitações do método e técnicas da pesquisa

A principal limitação desta pesquisa é a quantidade de empresas, tendo em vista que não compreende todas as empresas que compõem o novo mercado da B3 e assim, os dados não podem ser generalizados para o mesmo. Da mesma forma, os dados não podem ser generalizados para outros segmentos, tendo em vista que a presente pesquisa está segmentada para o consumo cíclico e não cíclico.

O período estudado também é um fator limitador, no qual, se acaso aplicado à pesquisa em mais ou menos períodos os resultados tendem a não serem os mesmos. Perante os índices financeiros, as análises são com base no Ebitda, ROA e ROE, logo, outros índices financeiros podem apresentar resultados diferentes dos obtidos nesta pesquisa.

Outra limitação se dá nos métodos aplicados para atingir o objetivo proposto, nos quais diferentes testes estatísticos podem gerar resultados diferentes dos encontrados nesta pesquisa. O capítulo a seguir apresenta os dados e discussão dos resultados desta pesquisa.

4 Análise dos resultados

Este capítulo tem por finalidade apresentar os resultados da pesquisa cujo objetivo é analisar os impactos da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas integrantes dos segmentos cíclico e não cíclico no novo mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão. Para cumprir com tal objetivo, inicialmente é apresentada a análise estatística descritiva tanto do índice de GC quanto dos índices de desempenho.

4.1 Análise descritiva

As análises estatísticas utilizadas para esta pesquisa foram: média, mediana, desvio padrão, maior e menor valor. A Tabela 04 demonstra a evolução estatística no decorrer dos anos estudados.

Tabela 04
Análise Estatística

	ROA			ROE			Ebitda		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Média	1,04	0,94	-1,85	-6,62	-1,17	-39,39	789.853	1.163.892	1.173.965
Mediana	3,39	3,00	2,73	8,50	8,66	4,82	350.601	391.176	264.211
Desv. Padrão	10,82	11,12	15,67	72,90	44,51	273,40	1.760.905	2.784.177	3.738.843
Maior	17,90	16,10	13,75	82,98	89,11	128,90	11.988.839	19.795.941	28.340.500
Menor	-34,20	-47,00	-93,03	-430,55	-247,92	-2.127,61	-427.388	-452.802	-2.083.906

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Analisando primordialmente o ROA, na medida em que a média e mediana diminuem no delongar dos três anos, o desvio padrão aumenta. Esse dado sugere que, de modo geral, no decorrer houve uma queda representativa no lucro líquido e ativo total da população, além de haver maior disparidade de resultados entre as empresas. Como os dados se comportam desta forma, são previsíveis os resultados de maior e menor valor, cujos menores valores foram aumentando e os maiores valores foram diminuindo, e isso explica o motivo para o desvio padrão aumentar.

Em relação ao ROE, é possível identificar um comportamento diferente do ROA, onde é perceptível uma melhora significativa na média e mediana do ano de 2018 para 2019, e posteriormente uma brusca piora em 2020. O desvio padrão se comporta de forma inversa, onde em 2019 apresenta um pequeno declínio e no ano seguinte, o índice aumenta bruscamente, de 44,51 para 273,40. Os dados sugerem que o ano de 2020 foi um ano atípico em que houve

maior diferença de valores deste indicador entre as empresas. E isso converge com os resultados de menor e maior valor, onde o maior valor aumenta e o menor valor diminui com o passar dos anos.

O Ebitda, conforme mencionado anteriormente, é um dos indicadores que os investidores mais levam em consideração em suas análises. Em relação à média, ela evolui no delongar dos períodos, diferente da mediana que em 2020 apresenta uma queda considerável. Essa assimetria sugere que os valores encontrados no topo da amostra estão distantes do centro, se comparado com os valores encontrados na parte de baixo da distribuição. O desvio padrão aumenta substancialmente nos três anos de análise, indicando assim maior disparidade da amostra. Tal diferença pode ser brevemente justificada quando se analisa o maior e o menor valor, onde enquanto o maior valor aumenta de forma representativa, o menor cai de forma considerável.

De forma geral, nota-se uma disparidade nos dados encontrados na população pesquisada, cujo desvio padrão aumenta nos três indicadores. A maior variação do desvio padrão se dá no ROE de 2019 para 2020. O ROA e o ROE se comportam de formas diferentes, enquanto a média e mediana do ROA cai, os valores do ROE melhoram um pouco em 2019 e posteriormente caem. Quanto ao Ebitda, pode-se constatar que o último ano analisado foi o mais desigual, onde há uma diferença significativa entre o maior e menor valor, além de um desvio padrão significativo, quando comparado à sua média e mediana.

Economicamente, o ano de 2020 foi um ano difícil para as empresas, dado o cenário da época, um cenário pandêmico ocasionado pelo Coronavírus (Covid-19), no qual todas as empresas tiveram de se adaptar e reformular suas estratégias para se manterem sustentáveis e competitivas no mercado. A GC exerce um papel importante nesse cenário de constantes mudanças. O subcapítulo seguinte aborda os breves relatos sobre os mecanismos de GC adotados pelas empresas da população escolhida.

4.2 Estrutura da Governança Corporativa das empresas dos segmentos do Consumo Cíclico e Não Cíclico

Perante os critérios adotados para esta pesquisa (conselho de administração, diretoria, auditoria, reuniões do conselho de administração e princípios da GC) notou-se algumas peculiaridades das empresas que compõem a amostra escolhida. Assim, segue abaixo um breve relato quanto a este mecanismo de gestão das empresas do segmento cíclico e não cíclico da B3 durante os anos de 2018 a 2020.

No que tange o conselho de administração, cerca de 15% das companhias compreendem a importância de possuir membros independentes, onde mais da metade de seu conselho é formado por tais tipos de membros, como por exemplo a BRF SA, Camil Alimentos SA, JBS SA, M Dias Branco SA e Natura & Co Holding SA. O estudo de Hermuningsih, Kusuma & Cahyarifida (2020) aponta que a presença de conselheiros independentes está positivamente associada ao desempenho financeiro, tendo em vista que os mesmos não possuem vínculo financeiro, organizacional ou familiar com a empresa.

Cerca de 9% reportam em seu site os membros suplentes do conselho de administração. Tal achado pode ser corroborado com o estudo de Crisóstomo e Girão (2019), onde também encontraram empresas que ainda possuem suplentes para o conselho, indo a confronto com a tendência internacional de abolir tal indicação.

Além disso, cerca de 96% dos sites corporativos informam quem compõem o conselho de administração, sua formação, o período em que ficará em tal cargo e sua trajetória profissional, apresentando aos *stakeholders* toda a questão profissional de quem integra este grupo tão importante da GC. Além disso, cerca de 19% das companhias, como a Americanas SA, Cogna SA, JHSF Participações SA e Pomifrutas SA, informam em seu relatório da administração, no arquivo disponibilizado na B3, a composição do seu conselho em algum ou em todos os períodos analisados.

Contudo, notaram-se algumas questões consideradas negativas quanto ao conselho de administração, tal como o fato de a composição deste grupo em algumas empresas ser formada exclusivamente por um gênero. No ano de 2018, a pesquisa aponta que cerca de 53% das empresas não possuía diversidade de gênero, já em 2019 essa estatística caiu para 45% e em 2020 esse dado aumenta novamente para 50% da população. Esses números corroboram os achados de Crisóstomo e Girão (2019) onde relatam em seu estudo o qual também identificou a falta de diversidade de gênero em conselhos de administração.

Ressalta-se que as empresas que possuem diversidade de gênero em seus conselhos, a proporção é pequena. Ou seja, geralmente em um conselho formado por até nove membros, mulheres ocupam uma ou duas cadeiras dessa composição. São raros os casos de empresas que apresentam uma formação de conselho mais igualitária. Além disso, foi possível identificar que cerca de 90% das companhias possuem de 5 a 9 membros em sua composição.

Ademais, algumas empresas não possuem a visão de que a diretoria desempenha um papel dentro da empresa e o conselho de administração outro, conforme comenta a literatura. Isso por que há diretores que além de desempenhar suas atividades na diretoria, exercem funções dentro do conselho de administração. Cerca de 15% das companhias entendem que

quem determina as estratégias da empresa e quem as questiona, podem ser a mesma pessoa. Resultado esse que corrobora os achados de Crisóstomo e Girão (2019) que também encontram a dualidade em 25% das empresas em seu estudo.

Em se tratando da diretoria, foi possível identificar que na composição de algumas empresas existiam diretores sem área de atuação ou designação específica, logo, não possuíam uma área sob sua responsabilidade. Além disso, notou-se que a maioria dos diretores financeiros também ocupava o cargo de diretor de relação com investidores. Em se tratando de diversidade de gênero na diretoria, os dados coletados mostram que 64% das empresas em 2018 apresentavam uma diretoria com composição de apenas um gênero, em 2019 esse valor cai para 58%, e 2020 cai novamente para 53%.

Tais dados revelam que de forma geral, assim como ocorre nos conselhos de administração, que as empresas ainda não identificaram os benefícios oriundos da diversidade de gênero e o impacto que isso pode gerar dentro da empresa, principalmente no que se refere à sustentabilidade financeira. Os estudos de Conyon e He (2017), Chen, Leung e Evans (2018) e Prudêncio, Forte, Crisóstomo e Vasconcelos (2020) indicam que a diversidade de gênero nesses grupos estratégicos está positivamente ligada ao desempenho de companhias brasileiras, mas não converge com o estudo de Tshipa, Brummer, Wolmarans e Du Toit (2018), onde comenta que a diversidade não gera retorno para a empresa.

Além da diretoria e conselho de administração, algumas empresas divulgam que possuem comitês que auxiliam na gestão da GC (além do comitê de auditoria), tais como o comitê da qualidade da BRF SA; comitê de gente e gestão e comitê de finanças, investimentos e riscos da Camil Alimentos SA; comitê de responsabilidade socioambiental, comitê financeiro e de gestão de riscos e comitê de diversidade e inclusão da JBS SA; comitê financeiro da Marfrig Global Foods SA; comitê de desenvolvimento organizacional e comitê estratégico da Natura & Co Holding SA; comitê de estratégia da Anima Holding SA; comitê de inovação da Iochpe Maxion SA; comitê de pessoas, cultura e governança da Vivara Participações SA e comitê de divulgação e negociação da Via SA. Em sua maioria, essas empresas informam quem são as pessoas que compõem esse comitê, o que ele faz e quais benefícios a empresa possui em tê-lo. Este resultado onde se identifica o crescente aumento dos comitês de assessoramento dentro das estruturas de governança corporativa pode ser corroborado com os achados de Crisóstomo e Girão (2019), cujo também identificaram tal fenômeno.

Quando analisada de forma específica o comitê de auditoria, cerca de 54% das companhias estudadas - principalmente as que iniciaram suas transações no novo mercado recentemente -, não divulgam informações pertinentes à sua auditoria interna de forma clara e

direta. Assim, informações como a composição deste comitê, a formação acadêmica dos membros, sua trajetória profissional (para justificar ser membro de tal comitê) e qual o prazo de duração da gestão do mesmo não estão de fácil acesso nos sites institucionais na aba de relação com o investidor.

O tamanho dos comitês de auditoria é geralmente de três a quatro pessoas, e das empresas que divulgam suas reuniões da equipe de auditoria, o número de reuniões anuais não ultrapassa três. O estudo de Farooque, Buachoom e Sun (2019) comenta que as reuniões deste comitê têm influência direta no monitoramento do sistema corporativo, bem como a divulgação das informações.

Além disso, há empresas que não divulgam informações pertinentes às reuniões deste comitê, das que o fazem, o número de reuniões não ultrapassa duas reuniões anuais. Ressalta-se que a maioria das empresas que divulga informações quanto à sua auditoria interna, são empresas que estão no novo mercado a mais tempo, logo, as empresas mais tradicionais têm maior tendência a divulgar tais dados.

Com relação às reuniões do conselho de administração, notou-se que há uma disparidade de números de encontros anuais entre as companhias. Enquanto há companhias que divulgam que realizaram 4 reuniões do conselho no decorrer de um ano, outras divulgam que realizaram 25 reuniões. Contudo, a média anual de encontro dos conselhos de administração é de 12 reuniões.

Quando se analisa a questão da transparência de informações, algumas companhias se destacam - cerca de 10% -, onde divulgam sua estrutura de governança, o que auxilia os investidores a entender a posição de cada pessoa dentro desse grupo estratégico de gestão. Há algumas que comentam de forma breve o que é um conselho de administração e outras que explicam de forma detalhada todas as funções de cada grupo da governança corporativa. Outras, além de disponibilizar informações adicionais como as citadas acima, divulgam a estrutura de sua governança do Relatório da Administração disponibilizado no site da B3 anualmente.

Dentro da amostra desta pesquisa, há apenas uma empresa que em seu site de relação com investidores apresenta a tradução em três línguas (Português, Inglês e Espanhol). Mais de 90% das empresas em seu site possui tradução apenas para o inglês, e um número restrito de empresas não possui tradução, limitando-se a apresentar seus dados apenas na língua materna, o português.

Em relação ao Relatório da Administração encaminhado aos órgãos reguladores no encerramento do exercício, grande parte dos relatórios são sucintos e diretos. Apenas 40% das companhias destinam parte dele para comentar algo sobre sua governança corporativa. Assim,

informações como quem são seus diretores, quem são os membros do seu conselho, quais comitês a empresa possui, quem compõe seu conselho fiscal, como é a estrutura desse grupo estratégico, dentre outras informações que são pertinentes aos investidores e interessados, não são apresentadas. É visto assim, que pouco se explora esse documento tão importante na divulgação dos resultados da empresa.

Tais dados sobre as informações sobre a governança corporativa remetem aos achados do estudo de Mishra, Jain e Manogna (2020) onde comenta que as informações repassadas pelas empresas (em sua maioria) são apenas as que são exigidas por lei, e que o foco deveria ser reportar informações de qualidade, com informações que são pertinentes e interessantes aos investidores.

Em suma, grande parte da amostra escolhida para essa pesquisa apresenta de forma clara e direta quem são seus diretores e membros do conselho de administração no site corporativo, mas, são escassas as empresas que divulgam tais informações em seu Relatório da Administração disponibilizado no site da B3. Além disso, ainda não é costumeira a divulgação de comitês que são pertinentes a esse grupo estratégico, como o comitê de auditoria.

Há também empresas em que membros da diretoria fazem parte da composição do conselho de administração, acumulando funções de grupos diferentes da governança. Em relação a reuniões anuais do conselho de administração, há uma disparidade na quantia anual entre as companhias, mas a média é de 12 reuniões anuais. Por fim, em relação à divulgação de todos esses dados, a maioria das empresas possui seu site nas línguas portuguesa e inglesa, apenas uma empresa apresentou em seu site corporativo os dados em três línguas.

4.3 Resultados estatísticos

A primeira análise estatística trata da correlação de *Pearson*, na qual a Tabela 05 apresenta os resultados das variáveis que compõem o índice da GC.

Tabela 05

Correlação de *Pearson*

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
1 Ano	1,000																						
2 Segmento	-0,007	1,000																					
3 Heterogeneidade Diretoria	0,093	-0,089	1,000																				
4 Tamanho Diretoria	0,037	-0,017	,304**	1,000																			
5 Dualidade Diretoria	-0,010	0,022	,256**	0,012	1,000																		
6 Cargos em outras empresas Acúmulo de Funções	0,014	,352**	-,148*	-,175*	0,131	1,000																	
7 Diretoria	-0,043	-0,083	-0,075	,197**	-0,093	-0,002	1,000																
8 Heterogeneidade_CA	0,019	0,114	,434**	0,075	0,011	,267**	0,011	1,000															
9 Membro Independente CA	-0,028	,194**	-0,016	-0,016	0,031	0,031	0,073	0,074	1,000														
10 Tamanho do CA Informações RA	-0,011	,569**	-0,016	0,058	-0,101	,160*	-0,014	-0,108	,363**	1,000													
11 CVM CA Divulgação Informações	-0,019	0,049	-0,129	0,007	-0,003	0,096	-0,062	0,036	-0,030	-0,104	1,000												
12 Comitê Auditoria Membro Externo	0,071	0,090	0,020	0,147	0,048	-0,123	,198**	0,024	,239**	0,007	-0,023	1,000											
13 Comitê Auditoria 3 memb. N Reuniões Comitê	0,112	-0,146	,188*	0,145	,191*	-0,036	-0,057	0,048	,182*	-0,031	-0,078	,730**	1,000										
14 Auditoria	-0,056	-0,111	0,061	,203**	0,138	0,081	0,076	0,027	0,037	0,068	-0,032	-0,127	-0,106	1,000									
15 Empresa Auditada Bigfour	0,006	-0,089	,248**	,241**	,219**	-0,059	,211**	0,032	,197**	0,030	-0,036	0,140	,195**	,315**	1,000								
16 Reuniões Anuais CA	-0,005	0,065	0,017	,186*	,165*	-0,122	,270**	0,043	-0,043	-0,128	0,062	,180*	0,105	0,058	,194**	1,000							
17 Inform Composição CA	0,019	-0,120	,219**	-0,066	0,006	,265**	0,079	-,185*	-0,099	-0,063	-0,134	,171*	,152*	0,038	-0,120	0,099	1,000						
18 Informação GC Informação Tradução	0,021	0,082	-0,014	,174*	,154*	,286**	-,167*	-0,003	,191*	-0,022	0,043	,623**	,451**	,207**	,385**	,204**	-0,142	1,000					
19 Línguas Informação RAB3	-0,013	,239**	-0,112	-0,092	0,127	-,186*	-0,055	-0,132	0,069	0,044	-0,067	0,143	-0,107	-0,026	0,084	-0,003	0,024	0,099	1,000				
20 Inclui GC	-0,056	0,072	-0,045	0,108	0,030	-0,109	,217**	-,181*	-0,068	,197**	,431**	0,085	-0,078	0,012	-0,032	0,033	,229**	0,117	,161*	1,000			
21 ROA	-0,095	0,135	0,126	,237**	-0,127	-,174*	,193**	-0,007	-,160*	0,007	0,049	0,100	-0,007	,212**	,243**	-0,071	-0,045	0,087	0,068	,324**	1,000		
22 ROE	-0,081	0,104	0,066	0,012	-0,106	-0,113	0,021	-0,072	-0,089	,173*	-0,107	0,081	0,032	-0,109	0,033	-0,124	-0,021	0,014	0,024	0,140	,439**	1,000	
23 Ebitda	0,052	,420**	-0,063	0,132	-0,079	,236**	-0,139	0,142	0,039	-0,105	,191*	,276**	0,070	-0,065	-0,104	0,085	0,019	,174*	0,022	,208**	,151*	0,112	

* A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades) e

**A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Os resultados da correlação de *Pearson* demonstram que o ano não evidenciou nenhuma correlação significativa, isso mostra que os períodos em que a pesquisa foi realizada não impactaram de forma representativa os dados relacionados. Com grau de significância ao nível de 1%, o segmento de atividade demonstrou uma correlação negativa com os membros independentes da diretoria, membros independentes do conselho de administração e tamanho do mesmo. Contudo, apresentou uma correlação positiva com as línguas em que o site é traduzido e Ebitda.

A heterogeneidade na diretoria demonstrou uma correlação significativa com a composição e a dualidade da diretoria, a heterogeneidade do conselho de administração e empresa auditada por uma *Big Four*, mas uma correlação negativa com membros independentes da diretoria e informações quanto à composição do conselho de administração. A composição da diretoria possui correlação positiva com o ROA e correlação negativa com acúmulo de funções de diretores, número de reuniões do conselho de administração. Em relação à dualidade da diretoria, há uma correlação com a empresa auditada por uma *Big Four*.

Já em relação aos diretores ocuparem outros cargos em outras empresas, a um nível de significância de 1%, a heterogeneidade, informações da governança corporativa e Ebitda demonstram uma correlação negativa. Em contrapartida, as informações da composição do conselho de administração denotaram correlação positiva. Quanto ao acúmulo de funções na diretoria, observou-se a correlação negativa entre a divulgação de informações do comitê de auditoria, empresa auditada por *Big Four*, número de reuniões anuais do conselho de administração, informações sobre a GC no relatório da administração enviado à B3 e o ROA.

Membros independentes do conselho de administração demonstraram correlação com a composição do conselho, divulgação de informações do comitê de auditoria e empresa auditada por uma *Big Four*. O tamanho do conselho de administração e informações sobre o mesmo possui correlação com informações sobre a GC no relatório da administração enviado à B3.

Em se tratando da divulgação de informações do comitê de auditoria, esta possui correlação com membros externos deste comitê, informações sobre a GC e Ebitda. Já a variável membro externo da auditoria, está positivamente correlacionada à empresa auditada por uma *Big Four* e informações sobre a GC. Reuniões do comitê de auditoria estão negativamente correlacionadas à empresa auditada por uma *Big Four*, informações sobre a GC e ROA.

Já reuniões anuais do conselho de administração estão negativamente correlacionadas às informações da GC. Informações do conselho de administração possuem correlação negativa com informações sobre a GC no relatório da administração enviado à B3. E por fim, com um

nível de significância de 1% as informações sobre a GC no relatório da administração enviado à B3 possuem correlação com o ROA e Ebitda.

Para maior robustez nos resultados da pesquisa, e também na intenção de analisar os impactos da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas integrantes do Novo Mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão, a Tabela 06 se dedica a explicar sobre a regressão linear bivariada para o índice de GC formulado.

Tabela 06
Análise de regressão linear

	Ebitda		ROA		ROE		
Variáveis controle	Beta	t	Beta	t	Beta	t	VIF
Ano	0,051	0,806	-0,107	-1,637	-0,102	-1,429	1,036
Segmento	0,502	5,286	0,114	1,171	0,343	3,227	2,294
Tamanho_da_Diretoria	0,078	1,079	0,097	1,309	-0,098	-1,216	1,328
Acúmulo_de_Funções_Diretoria	-0,065	-0,912	-0,072	-0,993	0,078	0,987	1,284
Exclusividade_Diretoria	-0,117	-1,424	-0,082	-0,966	-0,103	-1,12	1,73
Informações_RA_CVM_CA	0,147	1,893	-0,052	-0,649	-0,068	-0,781	1,533
Informações_Comitê_Auditoria	0,193	1,453	0,156	1,14	0,161	1,084	4,501
Membro_Externo_Comitê_Auditoria	-0,049	-0,434	-0,078	-0,669	0,056	0,441	3,24
N_Reuniões_Comitê_Auditoria	-0,001	-0,02	-0,057	-0,775	-0,074	-0,911	1,328
Informação_Tradução_Línguas	-0,203	-2,722	-0,038	-0,498	-0,115	-1,38	1,411
Informação_Composição_CA	0,169	2,173	0,115	1,441	0,038	0,438	1,538
Informação_RAB3_Inclui_GC	0,108	1,273	0,330	3,781	0,089	0,934	1,839
Informação_GC	0,028	0,283	-0,089	-0,868	-0,146	-1,308	2,543
Variáveis independentes							
Heterogeneidade_da_Diretoria	-0,035	-0,399	0,102	1,142	0,152	1,559	1,931
Dualidade_Diretoria	-0,018	-0,23	-0,163	-2,081	-0,072	-0,848	1,482
Heterogeneidade_CA	0,096	1,221	0,004	0,048	-0,131	-1,494	1,569
Membros_Independentes_CA	0,092	1,216	-0,177	-2,277	-0,198	-2,337	1,462
Tamanho_do_CA	0,181	1,931	0,03	0,312	0,412	3,927	2,238
Empresa_Auditada_Bigfour	-0,093	-1,131	0,326	3,849	0,139	1,511	1,724
Reuniões_Anuais_CA	-0,014	-0,202	-0,186	-2,543	-0,091	-1,147	1,291
R²	0,384		0,349		0,229		
R Ajustado	0,305		0,266		0,131		
Pvalor	<0,05		<0,05		<0,05		
Durbin-Watson	2,176		2,145		1,937		

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Em relação à variável de controle Ebitda, o modelo apresentou um R ajustado de 0,305 a um nível de significância de 5% (p-valor), o índice Durbin-Watson é de 2,176. O segmento apresentou relação positiva com o Ebitda na medida em que o valor do β é de 0,502, assim como a divulgação de informações sobre a composição do CA que apresentou um β de 0,169.

Em contrapartida, a tradução em 3 línguas na aba de relação com o investidor no site corporativo da empresa está negativamente relacionada ao modelo em razão do β se de -0,203.

Em se tratando da variável de controle ROA, o modelo apresentou um R ajustado de 0,266 a um nível de significância de 5% (p-valor) e índice Durbin-Watson de 2,145. A dualidade da diretoria está negativamente relacionada na medida em que o valor de β é de -0,163, bem como a variável membro independente do conselho de administração que apresentou um de -0,177 e número de reuniões anuais do conselho de administração, a qual apresentou um β de -0,186. Por outro lado, a empresa auditada por uma *Big Four* apresentou relação positiva com o modelo onde apresenta um β de 0,326, assim também como a divulgação de informações sobre a GC no Relatório da Administração disponibilizado no site da B3, que apresentou um β de 0,330.

Com relação à variável de controle ROE, o modelo apresentou um R ajustado de 0,131 a um nível de significância de 5% (p-valor) e índice Durbin-Watson 1,937. O segmento apresentou relação positiva com o modelo, denotando um β de 0,343, bem como a composição do CA que apresentou um β de 0,412. Contudo, a variável membros independentes do CA apresentou um β de -0,198, demonstrando assim uma relação negativa ao modelo com a variável dependente ROE. A sessão seguinte apresenta a discussão dos resultados encontrados.

4.4. Discussão dos dados

A sessão reservada para a discussão dos dados tem por premissa a Teoria da Agência, na qual o índice de GC é composto por 14 variáveis de controle e 7 variáveis independentes separadas nas seguintes dimensões: diretoria, conselho de administração, auditoria, reuniões anuais do conselho de administração e princípios da GC.

Primordialmente, ao contrário do que se esperava encontrar, não houve resultado significativo em relação à *heterogeneidade*, tanto na *diretoria* quanto em *conselhos de administração*. Sendo assim, não é possível afirmar que a diversidade de gênero nestes dois grupos estratégicos da GC interferiu de alguma forma (positiva ou negativa) nos resultados da população desta pesquisa dentro do corte temporal escolhido. Contrariando os resultados de Kaur e Vij (2017), Dal Magro, Dani, Vergini e Silva (2018), Saini e Singhania (2018) e Costa, Sampaio e Flores (2019) que afirmam que a heterogeneidade tem uma relação direta positiva com o desempenho. Tal resultado vai de encontro aos estudos de Silva e Margem (2015) e Jesus, Souza, Pelucio-Grecco e Silva (2020) quando também não encontram resultados significativos quanto a esta variável no Brasil.

A variável *dualidade da diretoria* mostrou-se negativamente associada ao desempenho financeiro da empresa, o qual apresenta um β de -0,163. Tal resultado pode ser corroborado com o estudo de Mishra e Kapil (2018) quando aponta em seus resultados que a dualidade está negativamente associada a indicadores financeiros. Está em contrapartida com a pesquisa de Kyere e Ausloos (2019) onde não encontrou nenhuma influência da dualidade perante a variável ROA, demonstrando resultados neutros. O estudo Boonlert-U-Thai e Pakdee (2018) e Saini e Singhania (2018) também contraria o achado desta pesquisa quando evidenciou uma associação positiva entre dualidade e desempenho da companhia. O achado desta pesquisa corrobora o argumento da Teoria da Agência, em se tratando do resultado positivo da separação entre o CEO e *chairperson* (presidente do conselho de administração).

Em se tratando da variável *membro independente do conselho de administração*, os resultados apresentaram uma relação negativa tanto no ROA (β -0,177) quanto no ROE (β -0,198), logo, a presença de membros independentes nos conselhos de administração das empresas do consumo cíclico e não cíclico do novo mercado da B3 exercem uma relação negativa ao desempenho financeiro. Esse resultado pode ser confirmado através do estudo de Yasser, Al Mamun e Seamer (2017) quando afirma em seus resultados que esse tipo de membro não influencia a *performance* financeira, e isso pode muitas vezes estar relacionado à falta de legislação específica para a nomeação de tais pessoas. Assim, podem ocorrer nomeações onde o membro não tem o conhecimento necessário para o desempenho da função, nem conhecimento da empresa para o pleno desenvolvimento de estratégias focadas no resultado. Logo, sem o conhecimento mínimo para a execução do cargo, um membro independente não irá conseguir gerar o impacto que poderia proporcionar.

Vai de encontro também com o estudo de Suklev, Debarliev e Drakulevski (2020) quando afirmam que, quando a quantidade de conselheiros independentes é pequena, é mais dificultoso de conseguirem desempenhar o seu principal objetivo, que é colocar em pauta estratégias com uma visão de fora da companhia, e isso pode até mesmo afetar a qualidade das decisões. No entanto, o resultado dessa pesquisa está em desarmonia com os resultados de Handayani et. al. (2020), no qual denota que membros independentes afetam o valor da companhia, e isso é decorrente do fato de que quanto maior a proporção de tais membros, mais sucesso o conselho obterá em sua *performance* de monitoramento de atividades, onde há o ambiente propício para a criação de estratégias melhores e mais direcionadas com os objetivos da empresa.

De acordo com Kyere e Ausloos (2019) e Barros et. al. (2020) a independência em um conselho é uma característica fundamental, em razão de que podem atuar com mais liberdade

em suas funções, sejam elas em conselhos ou comitês. Essa ideia pode ser reforçada com o estudo de Napitupulu et. al. (2020) quando elucida que esse tipo de conselheiro, devido a sua posição estratégica, ele pode desenvolver um papel fundamental no desempenho da GC como um todo.

Em se tratando da variável *tamanho do conselho*, ela apresentou uma relação positiva com um β de 0,412, logo, para este estudo o número de pessoas que compõem o conselho de administração tem relação com o desempenho financeiro da empresa. Esse resultado está em sinergia com os estudos de Malik (2017), Kyere e Ausloos (2019) e Coleman e Wu (2020) quando comentam que o tamanho do conselho influencia na criação de valor das companhias. Bem como o resultado da pesquisa de Usman e Yakubu (2018), quando afirma que a composição do conselho pode estar positivamente associada de forma significativa com o desempenho da empresa, quando medidos através do ROA e ROE. No entanto, confronta os resultados de Sonza e Kloeckner (2014) e Yasser, Mamun e Seamer (2017) onde encontraram evidências que tal variável influencia negativamente o desempenho.

Para a variável ROA e *empresa auditada por uma Big Four*, o estudo apresenta uma relação positiva com um β de 0,326. Ressalta-se que, perante a amostra da pesquisa, 70% das empresas são auditadas por uma *Big Four*. Este resultado demonstra que quanto maior o nível de controles internos financeiros e contábeis, melhores as chances de entregar informações corretas e seguras aos interessados.

A pesquisa apresentou dados diferentes dos encontrados na literatura, o estudo de Al-Gamrh et al. (2020) e Farooque, Buachoom e Sun (2019) utilizaram esta variável em seus respectivos estudos e não encontraram resultados significativos. Contudo, ressaltam a importância de desenvolver mecanismos de segurança das informações com base nos preceitos da auditoria, na intenção de repassar informações claras e convergentes com a legislação aos seus interessados.

Em se tratando das *reuniões anuais do conselho de administração*, esta pesquisa apresentou uma relação negativa com um β de -0,186. Esse resultado condiz com o resultado de Yousaf et. al. (2019) quando comenta que a frequência das reuniões possui uma moderada relação negativa quanto aos aspectos da estrutura do conselho. Não obstante, vai de encontro ao estudo de Mishra e Mohanty (2014) e Saini e Singhanian (2018) quando comentam que o número de reuniões anuais pode ser um positivo sinal para o mercado na criação de valor.

Confronta também o estudo de Mishra e Kapil (2018) que evidencia que a relação entre reuniões do conselho e desempenho financeiro é insignificante baseado no ROA. Contraria também o estudo de Suteja, Gunardi e Auristi (2017), Kaur e Vij (2017) e de Farooque,

Buachoom e Sun (2019) quando comentam que as reuniões do conselho estão positivamente associadas à *performance* financeira e que a frequência dessas reuniões pode gerar benefícios para a GC, tais como maior promoção da responsabilidade social e inovação para a sustentabilidade.

Diante de tais resultados, algumas hipóteses podem ser confirmadas, outras refutadas e ainda outras por não apresentarem resultados significativos, não é possível nem aceitar nem refutar. Para melhor compreensão do resultado de cada hipótese da pesquisa, a Tabela 07 aborda o *status* de cada uma.

Tabela 07

Hipóteses da pesquisa

Hipótese	Status da Hipótese
H1. A heterogeneidade na diretoria está positivamente relacionada ao desempenho financeiro	<i>Rejeita</i>
H2. A dualidade na diretoria está negativamente associada ao desempenho financeiro	<i>Aceita</i>
H3. A heterogeneidade no conselho de administração está positivamente relacionada ao desempenho financeiro	<i>Rejeita</i>
H4. A existência de membros independentes acima do % exigido por lei está positivamente associada ao desempenho	<i>Rejeita</i>
H5. O tamanho do conselho de administração está positivamente associado ao desempenho financeiro	<i>Aceita</i>
H6. Empresas auditadas por uma <i>Big Four</i> estão positivamente associadas ao desempenho financeiro	<i>Aceita</i>
H7. A quantidade de reuniões anuais do conselho de administração está positivamente associada ao desempenho financeiro	<i>Rejeita</i>

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Os resultados demonstram que em se tratando de GC das empresas do consumo cíclico e não cíclico do novo mercado da B3, o tamanho do conselho de administração e a empresa ser auditada por uma das quatro grandes empresas de auditoria tem relação positiva com o desempenho financeiro das empresas. Em contrapartida, a diversidade de gênero em grupos da GC não apresenta resultados conclusivos, sendo assim, não é possível inferir nenhuma informação a respeito da inclusão de mulheres em grupos estratégicos. Além disso, membros independentes do conselho de administração, a dualidade da diretoria e quantidade de reuniões anuais apresentaram uma relação negativa com o desempenho financeiro.

Com tais resultados, é possível analisar que a governança corporativa exerce influência significativa dentro das empresas. Uma gestão eficiente e eficaz de governança traz consigo melhores estratégias de mercado, maior propensão à adaptabilidade em tempos incertos e mais transparência para uma empresa, e esse conjunto de elementos tende a promover o desenvolvimento sustentável, principalmente no quesito financeiro. Assim, uma estrutura de

governança bem organizada pode criar valor dentro da empresa, e conseqüentemente, seu desempenho financeiro.

Quando abordado sobre uma estrutura de governança mais acurada, trata-se de criar um ambiente mais dinâmico e adaptável às mudanças do mercado. Além disso, o desenvolvimento e melhorias de comitês de assessoramento (principalmente o de auditoria) são fundamentais, pois auxiliam os demais agentes da GC na busca de melhores resultados e representatividade no mercado em que atuam, alinhados aos princípios que regem a GC e estratégias da empresa. Junto disso, promover maior e melhor divulgação de dados, sob a intenção de informar de forma clara e objetiva os seus preceitos e objetivos futuros.

É visto assim, que o desenvolvimento de melhores mecanismos de governança corporativa em países emergentes - como o Brasil – é de suma importância para o progresso das empresas e dos ambientes corporativos em geral. Na medida em que se adotam mecanismos de governança mais acurados, há maior propensão de interesse em investimentos, sejam nacionais ou estrangeiros. Por fim, nota-se que as empresas brasileiras aos poucos estão compreendendo que o desenvolvimento destes grupos estratégicos é fundamental para a sua sobrevivência no ambiente corporativo.

5 Considerações finais

A governança corporativa emergiu da necessidade de haver uma conexão entre investidores e empresa. No delongar do tempo, ela deixou de ser uma coadjuvante para assumir um papel altamente estratégico e importante no ambiente corporativo, no qual ficou sob sua responsabilidade a promoção de maior transparência, controle e segurança. Tal ocorrência acaba por remeter este grupo estratégico como um elo para o desempenho financeiro, em razão da relação existente entre tais fatores e os investidores, que atualmente prezam por informações claras, objetivas e seguras.

No mercado acionário brasileiro a história não foi ímpar, as empresas de capital aberto, que comercializam suas ações na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, estão cada vez mais atentas quanto aos benefícios que uma gestão de governança eficiente pode trazer. Além disso, os órgãos de regulamentação do país vêm incentivando de forma assídua a promoção e desenvolvimento da governança nas empresas. Um exemplo disso é a contínua atualização das normas para integrar o novo mercado na bolsa de valores, nível cada vez mais exigente para as empresas, mas também, cada vez mais transparente, seguro e atrativo para os investidores.

Com base nesse contexto, este estudo procurou analisar a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas integrantes dos segmentos cíclico e não cíclico no novo mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão. Inicialmente, buscou-se na literatura as variáveis mais debatidas perante a governança, para então elaborar o índice que conduziu a pesquisa. O estudo contemplou 178 observações das quais foi efetuada a análise geral da estrutura de governança da população escolhida, bem como aplicadas as métricas estatísticas - correlação de *Pearson* e regressão linear - a fim de analisar a relação das duas grandezas.

Com relação às informações sobre a governança e sua estrutura aos seus interessados, a maioria das empresas apresenta-as de forma direta e clara em seus meios de comunicação, no entanto, são raras as empresas que divulgam tais informações no seu Relatório da Administração disponibilizado no site da B3. Igualmente, não é hábito das empresas brasileiras informar se possuem ou não comitês de assessoramento. Não é muito comum também a diversidade de gênero nos grupos estratégicos das empresas do mercado acionário, tendo em vista que aproximadamente apenas metade das empresas deste estudo possuía heterogeneidade na diretoria e conselhos de administração.

Foi possível identificar ainda que a dualidade continua a ser uma prática comum nas empresas de capital aberto do Brasil. Vale ressaltar que a maioria das empresas continha

tradução em seu site apenas para o inglês, meramente uma empresa possuía tradução para inglês e espanhol na aba de relação com investidores durante a coleta desta pesquisa.

Em relação aos dados quantitativos, os resultados mostram que o tamanho do conselho de administração e a empresa a ser auditada por uma *Big four* tem relação positiva com o desempenho financeiro das empresas. No entanto, ao contrário do que se esperava encontrar, a diversidade de gênero em grupos da GC não apresenta resultados conclusivos, e diante disso não é possível inferir nada a respeito da inclusão de mulheres em grupos estratégicos. Além disso, membros independentes do conselho de administração, a dualidade da diretoria e quantidade de reuniões anuais apresentam uma relação negativa com o desempenho financeiro. Com tais resultados, o objetivo geral e objetivos específicos foram atendidos, onde se pôde verificar quais as implicações que este grupo estratégico pode gerar perante a desenvoltura financeira da empresa.

É possível notar que a governança corporativa no Brasil evoluiu consideravelmente nas últimas décadas, mas ainda existem aspectos que podem ser aprimorados. Ainda há lições a serem aprendidas e desenvolver melhores mecanismos, sob a intenção de se apresentar como uma empresa cada vez mais segura, forte e transparente para os investidores. Tal segurança se dará perante a associação do conjunto de todos os grupos pertinentes à governança, ou seja, desde comitês e conselhos até a diretoria. Somente uma estrutura de governança forte proporciona maior robustez no quesito confiabilidade, segurança e transparência de dados, e isso acaba por atrair mais investidores, em razão da proteção oferecida pela empresa.

Assim, a contribuição da pesquisa está voltada para maior compreensão da estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras que estão inseridas no nível mais elevado de governança do mercado acionário brasileiro, sob a análise aprimorada de como está fundamentado este arranjo corporativo e seus impactos sob o desempenho financeiro. Contribui quando demonstra que a governança corporativa no Brasil está evoluindo, mas que pode se aprimorar, tornar-se mais robusta. Contribui também para a prática, de modo que apresenta um método de quantificação da governança corporativa aplicável às empresas brasileiras após as alterações dos órgãos de regulamentação.

Este estudo possui algumas limitações, a primeira delas se trata da quantidade de empresas estudadas, onde está afunilada para dois segmentos do novo mercado, portanto, os dados remetem ao consumo cíclico e não cíclico, de forma que não podem ser generalizados para os demais níveis de governança corporativa, bem como segmentos de ramos de atividades existentes na B3. A segunda limitação remete ao corte temporal, assim, estudos realizados em anos diferentes de 2018 a 2020 tendem a ter resultados diferentes. O terceiro fator limitador é

relativo aos índices financeiros utilizados, muito embora sejam índices amplamente utilizados na literatura, os dados desta pesquisa não podem ser disseminados para outros índices financeiros. O quarto fator se refere ao índice de governança proposto, os resultados aqui obtidos são com base no índice formulado, logo, diferentes variáveis tendem a gerar resultados diferentes. Por fim, a quinta limitação trata dos métodos estatísticos aplicados, onde diferentes métricas estatísticas podem apresentar resultados distintos.

Com base em tais limitações, abre-se um leque de opções para pesquisas futuras: a) quanto ao índice de governança corporativa, sugere-se aplicá-lo para mais dimensões tais como conselho fiscal, estrutura de propriedade, tamanho da empresa e longevidade no mercado; b) quanto à ampliação da amostra, na qual se pode aplicar o índice nos demais segmentos do novo mercado, além de poder aplicar o índice em outros níveis da B3, como o Nível I e Nível II, e comparar os resultados com os obtidos nesta pesquisa; c) quanto à aplicação de testes estatísticos, sugere-se para outros trabalhos a aplicação da correlação de *Spearman* bem como a aplicação de outras métricas estatísticas; d) em relação ao corte temporal, recomenda-se ampliar o período de estudo e verificar se os dados se alteraram; e) por fim, quanto à aplicação do índice de governança proposto, sugere-se aplicá-lo em empresas do setor privado, e comparar as possíveis diferenças entre as estruturas de governança do setor privado *versus* SAs.

Referências

- Adestian, Y. (2015). The Influence of the Board of Commissioners, the Board of Directors, the Independent Board of Commissioners, the Audit Committee and the Size of the Company on the Performance of Banking Companies Listing on the Indonesia Stock Exchange in 2012–2014. *UDINUS*.
- Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). Connecting the Dots: Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle. *The Academy of Management Annals*, 9(1), 483–573. Doi:10.1080/19416520.2015.1024503.
- Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H.S. (2019). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and finance*. Doi: 10.1016/j.ribaf.2019.101083.
- Al-Malkawi, H. N., Pillai, R., & Bhatti, M.I. (2014). Corporate governance practices in emerging markets: The case of GCC countries. *Economic Modelling*, 38, 133–141. Doi:10.1016/j.econmod.2013.12.019.
- Al-Gamrh, B., Ismail, K. N. I. K., Ahsan, T., & Alquhaif, A. (2020). Investment opportunities, corporate governance quality, and firm performance in the UAE. *Journal Of Accounting In Emerging Economies*, 10(2), 261-276. Doi: 10.1108/jaee-12-2018-0134.
- Alhassan A. L. & Boakye, M. A. (2020). Board characteristics and life insurance efficiency in South Africa. *Pacific Accounting Review*, 32(2), 217-237. Doi: 10.1108/PAR-06-2019-0066.
- Álvares E., Giacometti. C., & Gusso, E. (2008). *Governança Corporativa*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Assaf Neto, A. (2012). *Finanças Corporativas e Valor*. 6. São Paulo: Atlas.
- Ararat, M., Black, B. S. & Yurtoglu, B. B. (2016). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 30(1), 113–132.
- Arora, A., & Sharma, C. (2016). Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(2), 420-436. Doi: 10.1108/CG-01- 2016-0018.
- Azevedo, H., Luca, M. M. M., Holanda, A. P., Ponte, V. M. R., & Santos, S. M. D. (2014). Código de conduta: grau de adesão às recomendações do IBGC pelas empresas listadas na BM&FBovespa. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 11(1), 2-13.
- B3.(2017). Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: <
<http://www.b3.com.br/data/files/52/01/28/EC/AA4277108F39C077AC094EA8/Regulam>

ento%20do%20Novo%20Mercado%20-%2003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202021).pdf>. Acesso em: 27 jul. 2020

- B3. (2021). *Segmentos de listagem-Novo Mercado*. Disponível em:<http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado>. Acesso em: 27 jul 2020.
- Bach, T. M., Kudlawicz, C., & Silva, E. D. da. (2015) Influence of structure of corporate governance in financial performance: evidence of brazilian companies open capital. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*. 14(4), 41-62. Doi: 10.5585/ijsm.v14i4.2212.
- Barbosa, F. L. S. (2018). *A Influência das Capacidades Dinâmicas na Relação entre Governança Corporativa e Desempenho das Empresas Listadas na Brasil, Bolsa, Balcão S/A*. 171. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas (PPGA), Universidade de Fortaleza (UNIFOR), Fortaleza.
- Barbosa, F. L. S., Cabral, J. E. de O., & Nascimento J. C. H. B. do. (2018). As Relações entre Governança Corporativa, Capacidades Dinâmicas e Desempenho das Empresas: Uma análise com empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão S/A (B3 S/A). *Encontro da Anpad – EnANPAD*.
- Barros, F. E. E. De, Santos, R. C. dos, Orso; L. E., & Sousa; A. M. R. (2021). The Evolution of Corporate Governance and Agency Control: The Effectiveness of Mechanisms in Creating Value for Companies with IPO on the Brazilian Stock Exchange. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Doi:10.1108/CG-11-2019-0355.
- Barroso, C., Villegas, M.M., & Pérez-Calero, L. (2011). Board influence on a firm's internationalization. *Corporate Governance: An International Review*. 19(4), 351-367.
- Boaventura, J. M. G., Silva, R. S. da e Bandeira-de-Mello, R. (2012). Performance Financeira Corporativa e Performance Social Corporativa: desenvolvimento metodológico e contribuição teórica dos estudos empíricos. *Revista Contabilidade & Finanças*. 23(60), 232-245. Doi: 10.1590/S1519-70772012000300008.
- Boonlert-U-Thai, K. & Pakdee, A. (2018). Board characteristics, accounting conservatism, and firm performance of thai listed companies. *Journal of Accounting Professions*, 14(43), 27-47.
- Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78-98. Doi:10.14453/aabfj.v11i1.6.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237–333.
- Bussin, M. H. R., & Ncube M. (2017). Chief Executive Officer and Chief Financial Officer compensation relationship to company performance in state-owned entities. *South ‘*

- Chen, P. Y. & Popovic, P. M. (2002). *Correlation*. London, Sage.
- Chen, J., Leung, W. S., & Evans, K. P. (2018). *Female board representation, corporate innovation and firm performance*. *Journal of Empirical Finance*, 48, 236–254. doi:10.1016/j.jempfin.2018.07.003.
- Chong A. & López-de-Silanes F. (2007). *Investor Protection and Corporate Governance: Firm-Level Evidence across Latin America*. The Inter-American Development Bank. Stanford University Press.
- Clemente, A., Antonelli, R. A., Scherer, L. M. & Cherobim, A. P. M. S. (2014). O mercado brasileiro precifica a adesão e a migração aos níveis diferenciados de governança corporativa? *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 11(2), 140-152.
- Cohen, J. (1988). *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences*. 2. New York: Lawrence Erlbaum Associates, Publishers.
- Cohen, J.; Cohen, P.; West, S. G., & Aiken, L. S. (2003). *Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioral sciences*. 3. New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates, Publishers.
- Coleman, M., & Wu, M. (2020) Corporate governance mechanisms and corporate performance of firms in Nigeria and Ghana. *International Journal Of Productivity And Performance Management*. Emerald. Doi: 10.1108/ijppm-01-2020-0020.
- Coletta, C. (2019). *Governança Corporativa em sociedades de economia mista: influência no desempenho e valor*. Dissertação (Mestrado). USP – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz. Piracicaba. 114p.
- Conyon, M. J., & He, L. (2017). *Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach*. *Journal of Business Research*, 79, 198–211. Doi:10.1016/j.jbusres.2017.02.006.
- Correa, M. S., & Bortoluzzi, S. C. (2015). Governança Corporativa: Análise bibliométrica e de conteúdo da literatura científica nacional de alto impacto. In: *Congresso de Contabilidade*. Anais.Santa Catarina.
- Correa-Mejía, D. A., Quintero-Castaño, J. D., Gómez-Orozco, S., & CastroCastro, C. M. (2020). El gobierno corporativo, un pilar indispensable para el desempeño financiero. *Universidad & Empresa*, 22(38), 40-64. Doi: 10.12804/revistas.urosario.edu.co/empresa/a.6975.
- Costa, L., Sampaio, J. O., & Flores, E. S. (2019). Diversidade de Gênero nos Conselhos Administrativos e sua Relação com Desempenho e Risco Financeiro nas Empresas Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(6), 721–738. Doi.1590/1982-7849rac2019180327.
- Cremers, K.J.M., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*. 60(6), 2859-2894.

- Crisóstomo, V. L., & Girão, A. M. C. (2019). Análise do compliance das empresas brasileiras às boas práticas de governança corporativa. *Revista Ambiente Contábil*, 11(2), 40–64.
- Dal Magro, C. B., Dani, A. C., Vergini, D., & Silva, M. Z. (2018). Glass ceiling em cargos de board e seu impacto no desempenho organizacional. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(34), 158-180.
- Degenhart, L., Soares, L. da S., Casarin, G. S., Marquezan, L. H. F., & Soares, C. S. (2021). Mecanismos de Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro e de Mercado de Empresas Brasileiras listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. *Organizações em contexto*, 17 (33), 137-177.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Eisenhardt, K. M., & Bourgeois, L. (1998) Politics of strategic decisions making in high-velocity environments: Toward a midrange theory. *Academy of Management Journal*, 31, 737-770.
- Egerová, D., & Nosková, M. (2019). Top Management Team Composition and Financial Performance: examining the role of gender diversity. *E+M Ekonomie A Management*. Technical University of Liberec, 22(2), 129-143. Doi. 10.15240/tul/001/2019-2-009.
- Fahy, M., Roche, J. & Weiner, A. (2005). *Beyond Governance: Creating Corporate Value through Performance, Conformance and Responsibility*. John Wiley & Sons Ltd., England.
- Fama, E. (1980) Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Farooque, O. A., Buachoom, W, & Sun, L. (2020). Board, audit committee, ownership and financial performance – emerging trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54-81. Emerald. Doi: 10.1108/par-10-2018-0079.
- Fávero, L. P.; Belfiore, P.; Silva, F. L. da & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Ferreira, D. V. de S., Freitas, M. R. De, & Silva, L. L. (2017). A Sustentabilidade no Novo Mercado. *Revista Brasileira de Gestão e Engenharia*, 16, 59-82.
- Figueiredo, D., & Mello, J. (2009). Índice híbrido de eficácia e eficiência para lojas de varejo. *Revista Gestão & Produção*, 16(2), 286-300. Doi: 10.1590/S0104-530X2009000200011.
- Field, A. (2009). *Descobrendo a estatística usando o SPSS* [recurso eletrônico]. 2. Porto Alegre: Artmed.
- Figueiredo Filho, D., & Silva Junior, J. (2010). Desvendando os Mistérios do Coeficiente de Correlação de Pearson (r). *Revista Política Hoje*, 18(1). Recuperado de: periodicos.ufpe.br/revistas/politica hoje/article/view/3852.

- Fonseca, C. V. C., Silveira, R. L. F. da, & Hiratuka, C. (2016). A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 35-52.
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24(3), 489-505. Doi: 10.5465/AMR.1999.2202133.
- Furtado, F. B. de O., Guilherme, H. F., Santos, V. da S., & Reis, C. Q. (2020). A influência dos níveis de governança corporativa sobre a vantagem competitiva das empresas: um estudo das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2009 a 2018. *Brazilian Applied Science Review*, Curitiba, 4(2), 705-728. Doi:10.34115/basrv4n2-020.
- Gama, A. P. Da. (2011). An expanded model of marketing performance. *Marketing Intelligence & Planning*, 29(7), 643-661.
- García-Sánchez, I. M., Suárez-Fernández, O., & Martínez-Ferrero, J. (2018). *Female directors and impression management in sustainability reporting*. *International Business Review*. Doi:10.1016/j.ibusrev.2018.10.007.
- Gersick, C. (1998) Time and transition in work teams: Toward a new model of group development. *Academy of Management Journal*, 31, 9-41.
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. São Paulo. Atlas.
- Gill, A.; Mathur, N. (2011). Board size, CEO duality, and the value of canadian manufacturing firms. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(3), 1-13.
- Góis, A. D., Parente, P. H. N., & Ponte, V. M. R. (2014). Estrutura de Propriedade e Investimentos em P&D: uma análise nas companhias abertas do Brasil. *Congresso USP Controladoria e Contabilidade*, 14, 1- 15. São Paulo.
- Gonzalez, T. A., & Calluzzo, P. (2019). Clustered shareholder activism. *Corporate Governance: An International Review*, 27(3), 210-225. Doi: 10.1111/corg.12271.
- Gujarati, A. (2006) *Econometria básica*. 4. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Handayani, B. D., Rohman, A., Chariri A. &, Imang Dapit Pamungkas, I. D. (2020). Corporate Financial Performance on Corporate Governance Mechanism and Corporate Value: Evidence from Indonesia. *Montenegrin Journal of Economics*, 16 (3), 161-171
- Hawas, A., & Tse, C. B. (2016). How corporate governance affects investment decisions of major shareholders in UK listed companies: has the recent credit crunch changed the game? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(1), 100-133.
- Hendriksen, E., & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Herdjiono, I., & Sari, I. M. (2017). The effect of corporate governance on the performance of a company. Some empirical findings from Indonesia. *Journal of Management and*

Business Administration. Central Europe, 25(1), 33–52. Doi: 10.7206/jmba.ce.2450-7814.188.

Hermuningsih, S., Kusuma, H., & Cahyarifida, R. A (2020). Corporate Governance and Firm Performance: an empirical study from Indonesian manufacturing firms. *The Journal Of Asian Finance, Economics And Business*, 7(11), 827-834. Korea Distribution Science Association. Doi: 10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.827.

Hoffmann, R. (2016). *Análise de regressão: uma introdução à econometria*. 5. Piracicaba: O Autor.

Huang C. M., Yang, W., & Zeng, R. Q. (2020) Analysis on the Efficiency of Risk Management in the Chinese Listed Companies. *Mathematics*, 8, 18-31. Doi. 10.3390/math8101831.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5. São Paulo, SP: IBGC. 108p.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2016). *Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas/Grupo de Trabalho Interagentes*. São Paulo, SP: IBGC. 64p.

Jehn, K. (1995). A multimethod examinations of the benefits and detriments of intragroup conflict. *Administrative Science Quarterly*, 40, 256-282.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jesus, C. M. de, Souza, A. P. de, Pelucio-Grecco, M. C. P., & Silva, F. L. da (2020). Mulheres na administração das empresas listadas na b3 sob a ótica das teorias cultural e dos escalões superiores. *Revista Fipecafi de Contabilidade, Controladoria e Finanças (RFCC)*, 1(2), 143-158.

Jiraporn, P., Lee, S. M., Park, K. J. & Song H. (2017). How do independent directors influence innovation productivity? A quasi-natural experimente. *Applied Economics Letters*. Doi: 10.1080/13504851.2017.1329927.

Kao, M.F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 9(1), 189-216.

Kaur, M., & Vij, M. (2017). Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Banking Industry in India. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 8, 39–53. Doi. 10.17576/AJAG-2017-08-04.

Kyere, M.; Ausloos, M. (2021) Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *Int J Fin Econ*, 26, 1871–1885. Doi: 10.1002/ijfe.1883.

- Lakatos, E. M., & Marconi, M. A. (2011). *Metodologia do trabalho científico: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica e relatório, publicações e trabalhos científicos*. 6. São Paulo: Atlas.
- Lima, S. H. de O., Oliveira, F. D., Cabral, A. C. de A., Santos, S. M. dos, & Pessoa, M. N. M. (2015). Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da Bm&Fbovespa. *Rege*. 22(2), 187-204.
- Lima, L. C., Oliveira, M. C., Ponte V. M. R., & Silva. M. D. P. (2015). Práticas de governança corporativa adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 03-26.
- Lin, C., Ma, Y., & Su, D. (2009). Corporate governance and firm efficiency: evidence from China's publicly listed firms. *Managerial and Decision Economics*. 30(3), 193–209. Doi:10.1002/mde.1447.
- Magnanelli, B. S. & Pirolo, L. (2021). *Corporate Governance and Diversity in Boardrooms*. Doi: 10.1007/978-3-030-56120-8_1.
- Malik, S. (2017). How does Board Attributes and Shareholding Pattern effect Firm's Financial Performance: Empirical Evidence from Consumer Goods Sector in India. *Pacific Business Review International*, 10(2).
- Marques, T. de Á., Guimarães, T. M., & Peixoto, F. M. (2015). A concentração acionária no brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. *Revista de Administração Mackenzie*, 16(4), 100-133.
- Martins, G. A. & Theóplilo, C. R. (2009). *Metodologia da Investigação Científica*. Editora Atlas.
- Melawati, N. S., & Wahyuningsih, E. M. (2016). The Effect of Good Corporate Governance, Corporate Social Responsibility, and Company Size on Company Performance (Indonesian).
- Melo, L. C. S. (2018). Governança corporativa e investidores institucionais: o impacto do ativismo no desempenho das empresas de capital aberto no Brasil. Dissertação. *Universidade do sul de Santa Catarina*. Florianópolis.
- Meza, L. A, Biondi Neto, L., Mello, J. C. C. B. S. de, Gomes, E. G. & Coelho, P. H. G. (2005). Free software for decision analysis a software package for data envelopment models. In: *International Conference On Enterprise Information Systems*. 7. Miami (Estados Unidos).
- Min, H. & Foo, S. F. (2006). Benchmarking the operational efficiency of third party logistics providers using data envelopment analysis. *Supply Chain Management*, Bradford, 11(3), 259-265.

- Mishra, S., & Mohanty, P. (2014). Corporate governance as a value driver for firm performance: evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 14(2), 265-280. Doi: 10.1108/CG-12-2012-0089
- Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Effect of board characteristics on firm value: evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*. Doi. 10.1108/SAJBS-08-2016-0073.
- Mishra, A. K., Jain, S., & Manogna R. L. (2020). Does corporate governance characteristics influence firm performance in India? Empirical evidence using dynamic panel data analysis. *International Journal of Disclosure and Governance* Doi. 10.1057/s41310-020-00098-7.
- Moore, D. S. (2007). *The Basic Practice of Statistics*. New York, Freeman.
- Monks, R., & Monow, N. (1995). Corporate governance. Cambridge, MA: Blackwell Business.
- Moreira, F. K., Freire, P. de S., & Silva, S. M. da. (2018). Governança corporativa como propulsora da inovação: uma análise a partir da revisão sistemática da literatura. *VIII Congresso Internacional de Conocimiento e Innovación*. Guadalajara.
- Moretti, B. R. (2017). Mecanismos de Governança Corporativa e desempenho econômico de empresas distribuidoras de energia elétrica. 131 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau, Blumenau.
- Napitupulu, I. H., Situngkir, A., Basuki, F. H., & Nugroho, W. (2020). Optimizing good Corporate Governance Mechanism to Improve Performance: case in Indonesian manufacturing companies. *Global Business Review*, 1-22. Doi: 10.1177/0972150920919875.
- O'Connell, V., & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), 387-399.
- Oliveira, F. Í. S. de & Rocha, E. M. da. (2020). Governança corporativa: impactos no desempenho e eficiência de empresas do setor de materiais básicos. *Contabilometria-Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting*, 7(2), 42-57.
- Pintea, M. O., Pop, A. M., Gavriletea, M. D., & Sechel, I. C. (2020). Corporate governance and financial performance: evidence from Romania. *Journal Of Economic Studies*. Emerald. Doi: 10.1108/jes-07-2020-0319.
- Prodanov, C. C., & Freitas, E. C. (2013). *Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico*. 2. Novo Hamburgo: Feevale.
- Prudêncio, P., Forte, H., Crisóstomo, V., & Vasconcelos, A. (2021). Effect of Diversity in the Board of Directors and Top Management Team on Corporate Social Responsibility. *Brazilian Business Review*, 18(2), 118-139. Doi: 10.15728/bbr.2021.18.2.1.

- Phuong, N. T. T., & Hung, D. N. (2020). Impact of Corporate Governance on Corporate Value: Research in Vietnam. *Research in World Economy*, 11(1), 161. doi:10.5430/rwe.v11n1p161
- Reddy, K., Wellalage, N. H., & Wang, Z. (2017). Corporate Governance Practices of Family Firms in Europe and Firm Financial Performance. *SSRN*. Doi: 10.2139/ssrn.2914735
- Ringle, C. M.; Silva, D. da, & Bido, D. (2014). Modelagem de equações estruturais com utilização do SmartPLS. *Revista Brasileira de Marketing*, 13 (2), 54-71. Doi: 10.5585/remark.v13i2.2717.
- Rossoni, L., & Machado-da-Silva, C. L. (2010). Institucionalismo organizacional e práticas de governança corporativa. *Revista de Administração Contemporânea*, 14, 173-198.
- Saini, N., & Singhanian, M. (2018). Corporate Governance, Globalization and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India. *International Journal of Productivity and Performance Management*. Doi. 10.1108/IJPPM-04-2017-0091.
- Saleh, I., Afifa, M. A., & Alsufy F. (2020). Does Earnings Quality Affect Companies' Performance? New Evidence from the Jordanian Market. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 33–43. Doi. 10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.033.
- Santos, I. S., Costa, M. E. S., Tavares, J. de C., & Soares, J. L. (2020). Governança Corporativa e Gestão da Inovação: um estudo nas Organizações Contábeis Brasileiras. *10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças. 10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade. 3º UFSC International Accounting Congress*. Online.
- Scherer, A. G., & Voegtlin, C. (2018). Corporate Governance for Responsible Innovation: Approaches to Corporate Governance and Their Implications for Sustainable Development. *Academy of Management Perspectives*. Doi:10.5465/amp.2017.0175.
- Schild, M. (1995). Correlation, Determination and Causality In Introductory Statistics. *American Statistical Association*. Section on Statistical Education.
- Shahwan T. M., & Habib, A. M. (2020) Does the efficiency of corporate governance and intellectual capital affect a firm's financial distress? Evidence from Egypt. *Journal of Intellectual Capital*, 21(3), 403-430. Doi. 10.1108/JIC-06-2019-0143.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Financial*, 52(2), 737-783.
- Silva, W. V., Silveira, S. A. A., Corso, J. M. D., & Stadler, H. (2011). A influência da adesão às práticas de governança corporativa no risco das ações de empresas de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 7(4), 82-97.
- Silva, A. L. C. da, & Margem, H. (2015). Mulheres em cargos de alta administração afetam o valor e desempenho das empresas brasileiras?. *Brazilian Review of Finance*, 13(1), 103-133.

- Silva, A., Santos, J. F. dos, Santos, R. R. Dos, & Neto, A. (2020). Práticas de Governança e Desempenho de Cooperativas Financeiras Brasileiras. *XLIV Encontro da Anpad – Enanpad*. Evento on-line.
- Silva, M. Z., Rosa, M. P. Da, Soares Júnior, R. P., & Lunardi, M. A. (2021). Risk Management, Hedge Disclosure Quality and Market Performance in B3's Novo Mercado Companies. *International Journal of Advanced Engineering Research and Science (IJAERS)*, 8(1). Doi: 10.22161/ijaers.81.18.
- Silveira, A. M., Leal, R. P. C., Barros, L. A. B. C., & Carvalhal-da-silva, A. L. (2009). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *RAUSP Management Journal*, 44(3), 173-189.
- Silveira, A. D. M. da. (2010). *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro, Elsevier. 401 p.
- Silveira, A. M. da. (2014). *Governança corporativa: o essencial para líderes*. 1. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Sonza, I. B. &, Kloeckner, G. de O. (2014). A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras? *Revista Contabilidade e Finanças*, 25(65),145-160.
- Silveira, A. M. (2015). *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática*. Elsevier Brasil. São Paulo. 2.
- Suklev, B., Debarliev, S., & Drakulevski, L. (2020). Structuring Corporate Boards: Some Facts and Determinants from the Macedonian. *European Management Journal*, 28, 57–82. Doi: 10.7206/cemj.2658-0845.22
- Suteja, J., Gunardi, A., & Auristi, R. J. (2017). Does Corporate Social Responsibility Shape the Relationship between Corporate Governance and Financial Performance? *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, 1(2), 59–68.
- Tavares, V. B., & Penedo, A. S. T. (2018). Níveis de Governança Corporativa da B3: Interesse e Desempenho das Empresas – uma Análise por meio de Redes Neurais Artificiais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 40–62.
- Tshipa, J., Brummer, L.M., Wolmarans, H. & Du Toit E. (2018). The effect of industry nuances on the relationship between corporate governance and financial performance: Evidence from South African listed companies. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 21(1). Doi: 10.4102/sajems.v21i1.1964.
- Tornyeva, K., & Wereko, T. (2012). Corporate governance and firm performance: evidence from the insurance sector of Ghana. *European Journal of Business and Management*, 4(13), 95-112.
- Usman, O. &, Yakubu, U. A. (2018) An investigation of the post-privatization firms financial performance in Nigeria: the role of corporate governance practices. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Doi: 10.1108/CG-05-2018-0190

- Yousaf, M. U., Khurshid, M. K., Ahmed, A., Zulfiqar, M. (2019). Empirical investigation of relationship between research and development intensity and firm performance: the role of ownership structure and board structure. *International Journal Of Financial Engineering*, (6)2. Doi: 10.1142/s2424786319500166.
- Yasser, Q. R., Mamun A. A., & Seamer, M. (2017). Do Corporate Boards Affect Firm Performance? New Evidence from an Emerging Economy. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 66(6). Doi: 10.1108/IJPPM-06-2015-0085.
- Vilhena, F. A. C. de & Camargos, M. A. (2015). Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *Rege*, 22 (1), 77-96. Doi: 10.5700/rege552.
- Visconti R. M. (2011). Global recession and microfinance risk governance in developing countries. *Risk Gov Control*, 1(3), 17–30.
- Zambon, E. P., Diehl, C. A., Marquezan, L. H. F., & Zorzo, L. S. (2018). Governança Corporativa e Eficiência Econômica: Novas Evidências nas empresas distribuidoras do Setor Elétrico Brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(2), 290-307.

APÊNDICE A – POPULAÇÃO DO ESTUDO

Empresa		2018	2019	2020
Alphaville SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Americanas SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Anima Holding SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Arezzo Indústria e Comércio SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Aracadão AS	Consumo não Cíclico	x	x	x
Bk Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Brasilagro – Cia Bras de Prop Agrícolas	Consumo não Cíclico	x	x	x
Brf AS	Consumo não Cíclico	x	x	x
Camil Alimentos SA	Consumo não Cíclico		x	x
Cea modas SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Cia Brasileira de Distribuição	Consumo não Cíclico	x	x	x
Cia Locação das Américas	Consumo Cíclico	x	x	x
Cogna Educação SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Construtora Tenda SA	Consumo Cíclico		x	x
Cury Construtora e Incorporadora SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Cvc brasil Operadora e Agência de Viagens SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Direcional engenharia SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Even Construtora e Incorporadora SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Ez tec empreend. e Participações SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Gafisa AS	Consumo Cíclico	x	x	x
Grendene AS	Consumo Cíclico			x
Grupo de Moda Soma SA	Consumo Cíclico			x
Grupo Mateus SA	Consumo não Cíclico		x	x
Grupo SBF SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Helbor empreendimentos SA	Consumo Cíclico	x	x	x
International Meal Company Alimentação SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Iochpe Maxion SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Jbs AS	Consumo não Cíclico	x	x	x
Jhsf Participações SA	Consumo Cíclico			x
Lavvi Empreendimentos Imobiliários SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Localiza Rent a Car SA	Consumo Cíclico			x
Lojas Quero-Quero SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Lojas renner SA	Consumo Cíclico	x	x	x
M. Dias branco SA	Consumo não Cíclico	x	x	x
Magazine Luiza SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Mahle-metal Leve SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Marfrig Global Foods SA	Consumo não Cíclico	x	x	x
Marisa Lojas SA	Consumo Cíclico			x
Melnick Desenvolvimento Imobiliário SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Minerva AS	Consumo não Cíclico			x
Mitre Realty Empreendimentos e Participações SA	Consumo Cíclico			x
Moura Dubeux Engenharia SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Movida Participações SA	Consumo Cíclico	x	x	x

MRV Engenharia e Participações SA	Consumo Cíclico		x	x
Natura & co Holding SA	Consumo não Cíclico	x	x	x
Pdg Realty SA Empreend e Participações	Consumo Cíclico			x
Pet center Comercio e Participações SA	Consumo Cíclico			x
Plano & Plano Desenvol Imob SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Pomifrutas SA	Consumo não Cíclico	x	x	x
Restoque Comércio e Confeções de Roupas SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Rni Negócios Imobiliários SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Rossi Residencial SA	Consumo Cíclico	x	x	x
São Martinho SA	Consumo não Cíclico	x	x	x
Ser Educacional SA	Consumo Cíclico	x	x	x
SLC Agricola SA	Consumo não Cíclico	x	x	x
Smartfit Escola de Ginástica e Dança SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Springs Global Participações SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Syn Prop e Tech SA	Consumo não Cíclico	x	x	x
T4f Entretenimento SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Technos AS	Consumo Cíclico	x	x	x
Tecnisa AS	Consumo Cíclico	x	x	x
Trisul AS	Consumo Cíclico	x	x	x
Unicasa Indústria de Móveis SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Via AS	Consumo Cíclico		x	x
Vivara Participações SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Viver Incorporadora e Construtora SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Vulcabras SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Yduqs Participações SA	Consumo Cíclico	x	x	x
Total		53	57	68

APÊNDICE B – ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

2018

Companhia	D1.1	D1.2	D1.3	D1.4	D1.5	D2.1	D2.2	D2.3	D2.4	D3.1	D3.2	D3.3	D3.4	D4	D5.1	D5.2	D5.3	D5.4	ROA	ROE	EBITDA
Americanas SA	1	1	1	0	0	1	1	1	1	0	0	0	1	7	0	1	0	1	-3,05	-11,25	412.315
Anima Holding SA	1	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1	0	1	16	1	1	0	0	0,16	0,34	92.976
Arezzo Ind e Com SA	1	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	1	11	1	1	0	0	13,65	20,05	232.161
Atacadão SA	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	0	1	8	1	1	0	0	5,10	13,30	3.891.000
Bk Brasil Oper e Asse. a Rest. SA	1	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1	0	1	11	1	1	0	0	5,07	7,46	259.964
Brasilagro - Cia Bras de Prop Agri.	1	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	5	1	0	0	0	17,90	26,10	301.123
BRF SA	1	1	1	0	0	1	1	0	0	1	1	0	1	25	1	1	0	0	-10,50	-59,03	1.540.867
Camil Alimentos SA	0	1	1	0	0	0	1	1	0	1	0	0	1	8	1	1	1	1	7,90	16,20	487.416
Cia Brasileira de Distrib.	0	1	1	1	0	0	1	1	0	1	0	0	1	22	1	1	0	0	2,20	8,50	3.066.000
Cia Locação das Américas	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	28	1	0	0	1	2,16	7,37	840.714
Cogna Educação SA	0	1	0	1	0	1	1	1	0	1	0	0	1	14	1	1	0	1	4,55	8,70	1.721.676
Construtora Tenda SA	1	1	1	1	0	0	0	1	1	0	0	0	1	17	1	0	0	1	7,68	16,73	243.490
Cvc Brasil Op. Ag. de Viag. SA	0	1	1	1	0	1	1	1	1	0	0	0	1	36	1	1	0	0	4,29	23,72	659.063
Direcional Engenharia SA	0	1	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	1	8	1	1	0	0	-1,59	-5,31	-10.682
Even Const. e Incorp. SA	0	1	0	0	0	1	1	1	0	1	1	0	1	16	1	1	0	0	-2,97	-7,78	-148.174
Ez Tec Emp. e Particip. SA	0	1	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1	6	1	1	0	0	3,44	3,87	6.049
Gafisa SA	0	0	0	0	1	0	0	1	1	1	1	1	0	21	1	1	0	1	-16,68	-85,42	-341.216
Grendene SA	0	1	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	1	5	1	1	0	1	15,17	16,90	522.724
Helbor Empreend. SA	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	5	1	0	0	0	-8,24	-29,67	-305.448
International Meal Comp. Ali. SA	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	0	11	1	0	0	0	0,48	0,78	102.804
Iochpe Maxion SA	0	1	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	1	22	1	1	0	0	3,39	9,57	1.057.068
JBS SA	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	15	1	1	0	1	0,20	0,80	11.988.839
Jhsf Particip. SA	0	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	0	1	14	1	1	0	1	4,06	8,62	342.126
Localiza Rent a Car SA	0	1	0	1	0	1	1	1	1	1	1	0	1	16	1	1	0	1	4,71	21,30	1.590.142
Lojas Renner SA	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	12	1	1	0	1	11,56	25,80	1.738.395
M.Dias Branco SA Ind Com de Ali.	1	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	1	10	0	1	0	1	9,30	13,00	933.120
Magazine Luiza SA	1	1	0	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	13	1	1	0	0	6,79	25,94	1.245.241
Mahle-Metal Leve SA	0	0	1	1	0	0	1	1	0	0	0	0	1	14	1	0	0	1	12,65	21,66	466.811
Marfrig Global Foods SA	0	1	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	0	12	1	0	0	1	8,10	53,70	1.075.246
Marisa Lojas SA	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	4	1	0	0	0	0,90	2,91	417.904
Minerva SA	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	27	1	1	0	0	-9,90	82,98	896.244
Movida Particip. SA	0	1	1	1	0	0	1	1	0	0	0	0	1	22	1	1	0	1	3,08	9,63	481.738
MRV Eng. e Particip. SA	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	12	1	1	0	1	5,56	15,55	805.611
Pdg Realty SA Emp. e Particip.	0	0	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	10	1	1	0	0	-34,20	-21,15	-359.089
Pomifrutas SA	0	0	0	1	1	1	0	0	1	0	0	0	0	2	1	0	0	0	-20,80	-10,94	-10.787
Restoque Com. e Conf. de Roup. SA	1	1	1	1	0	1	1	1	0	0	0	1	0	12	1	0	0	0	2,79	4,65	350.601
Rni Neg. Imob. SA	0	0	1	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	12	1	1	0	0	-2,28	-4,33	-28.044

Rossi Residencial SA	0	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	8	1	0	0	0	-23,88	-247,47	-427.388
Sao Martinho SA	1	1	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	12	1	1	0	1	4,00	11,40	1.616.898
Ser Educacional SA	0	1	0	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	13	1	1	0	1	8,28	13,69	312.033
Slc Agricola SA	0	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0	1	7	1	1	0	1	7,10	14,50	768.988
Smartfit Esc. de Gin. e Dança SA	0	1	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	16	1	0	0	0	9,27	29,59	689.407
Springs Global Particip. SA	1	1	0	1	0	0	1	1	0	0	0	0	1	11	1	0	0	0	3,50	8,42	340.759
Syn Prop e Tech SA	1	1	1	1	0	1	1	1	0	0	0	0	1	9	1	0	0	0	1,39	2,80	256.920
T4f Entret. SA	0	0	0	1	0	0	1	1	0	0	0	0	1	4	1	0	0	0	1,56	3,18	37.442
Technos SA	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	1	2	1	0	0	0	1,81	3,09	8.380
Tecnisa SA	0	1	1	1	0	0	1	1	0	0	1	0	1	9	1	0	0	0	-14,63	-36,20	-209.001
Trisul SA	0	1	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	4	1	0	0	1	7,08	12,82	102.746
Unicasa Ind. de MÓv. SA	0	1	0	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0	6	1	0	0	1	1,56	1,98	10.482
Via SA	0	1	0	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	19	1	1	0	0	-1,27	-10,58	685.000
Viver Incorp. e Const. SA	0	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1	0	0	15	1	1	0	0	-30,65	-430,55	-81.863
Vulcabras SA	0	1	0	1	0	0	1	1	1	0	0	0	1	11	1	0	0	1	11,46	16,16	218.013
Yduqs participacoes SA	1	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	13	1	1	0	1	15,72	24,89	967.392

2019

Companhia	D1.1	D1.2	D1.3	D1.4	D1.5	D2.1	D2.2	D2.3	D2.4	D3.1	D3.2	D3.3	D3.4	D4	D5.1	D5.2	D5.3	D5.4	ROA	ROE	EBITDA
Americanas SA	1	1	1	0	0	1	1	1	1	0	0	0	1	7	0	1	0	1	-1,98	-5,55	626.359
Anima Holding SA	1	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1	0	1	16	1	1	0	0	-0,40	-1,39	243.063
Arezzo Ind e Com SA	1	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	1	11	1	1	0	0	11,47	21,73	303.424
Atacadão SA	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	0	1	8	1	1	0	0	3,00	9,00	3.852.000
Bk Brasil Oper e Asse. a Rest. SA	1	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1	0	1	16	1	1	0	0	1,38	2,72	320.310
Brasilagro - Cia Bras de Prop Agri.	1	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	4	1	0	0	0	6,70	10,80	142.183
BRF SA	1	1	1	0	0	1	1	0	0	1	1	0	1	22	1	1	0	0	0,70	3,70	5.254.051
Camil Alimentos SA	0	1	1	0	0	0	1	1	0	1	0	0	1	15	1	1	1	1	5,00	12,10	419.950
Cea Modas SA	1	1	1	0	1	1	1	1	0	1	1	0	1	6	1	1	0	0	16,10	35,48	1.561.802
Cia Brasileira de Distrib.	0	1	1	1	0	0	1	1	0	1	0	0	1	25	1	1	0	0	1,40	6,20	3.525.000
Cia Locação das Américas	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	25	1	0	0	1	3,06	8,66	1.269.858
Cogna Educação SA	0	1	0	1	0	1	1	1	1	1	0	0	1	16	1	1	0	1	0,71	1,53	2.214.678
Construtora tenda SA	0	1	1	1	0	0	0	1	1	0	0	0	1	15	1	0	0	1	7,60	19,56	322.381
Cvc Brasil Op. Ag. de Viag. SA	0	1	1	1	0	1	1	1	1	0	0	0	1	25	1	1	0	0	-0,03	-0,23	428.358
Direcional Engenharia SA	0	1	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	1	6	1	1	0	0	2,60	8,82	228.889
Even Const. e Incorp. SA	0	1	0	0	0	1	1	1	0	1	1	0	1	14	1	1	0	0	2,86	7,60	182.861
Ez Tec Emp. e Particip. SA	0	1	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1	14	1	1	0	0	6,79	7,62	229.647
Gafisa SA	0	1	1	1	0	1	0	1	1	1	1	0	0	32	1	1	0	1	-0,55	-1,58	24.427
Grendene SA	0	1	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	1	5	1	1	0	1	12,18	13,44	430.750
Grupo SBF SA	1	1	1	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1	19	1	0	0	0	7,87	26,50	120.987
Helbor Empreend. SA	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	5	1	0	0	0	-2,25	-6,50	22.182
International Meal Comp. Ali. SA	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1	14	1	0	0	0	-0,59	-1,38	128.423
Iochpe Maxion SA	0	1	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	1	27	1	1	0	0	4,49	12,05	1.095.809
JBS SA	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	10	1	1	0	1	5,10	19,90	19.795.941

Jhsf Particip. SA	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	0	1	15	1	1	0	1	5,60	10,69	635.732
Localiza Rent a Car SA	1	1	0	1	0	1	1	1	1	1	1	0	1	20	1	1	0	1	4,30	15,31	2.212.756
Lojas renner SA	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	15	1	1	0	1	9,32	23,36	2.373.745
M.Dias Branco SA Ind Com de Ali.	1	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	1	10	0	1	0	1	6,90	9,20	772.054
Magazine luiza SA	1	1	0	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	10	1	1	0	0	4,66	12,19	1.775.538
Mahle-Metal Leve SA	0	0	1	1	0	0	1	1	0	0	0	1	0	15	1	0	0	1	10,99	19,73	440.835
Marfrig Global Foods SA	0	1	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	0	12	1	0	0	1	5,00	89,11	4.609.868
Marisa lojas SA	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	14	1	0	0	0	-2,80	-7,91	394.922
Minerva SA	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	32	1	1	0	0	0,10	-5,74	1.726.076
Movida Particip. SA	0	1	1	1	0	0	1	1	0	0	0	0	1	23	1	1	0	1	3,15	9,90	746.559
MRV Eng. e Particip. SA	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	13	1	1	0	0	5,09	14,64	827.839
Natura &co holding SA	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1	1	0	1	11	1	1	0	1	0,70	4,60	2.468.664
Pdg Realty SA Emp. e Particip.	0	0	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	4	1	1	0	0	-47,00	-18,48	-452.802
Pomifrutas SA	0	0	0	1	1	1	0	0	1	0	0	0	0	7	1	0	0	0	1,83	0,00	-1.262
Restoque Com. e Conf. de Roup. SA	1	1	1	1	0	1	1	1	0	0	0	1	0	14	1	0	0	0	-4,50	-8,46	88.452
Rni Neg. Imob. SA	0	0	1	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	11	1	1	0	0	0,10	0,20	12.972
Rossi Residencial SA	0	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	7	1	0	0	0	-15,37	-55,33	-288.181
Sao martinho SA	1	1	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	10	1	1	0	1	5,10	15,80	1.738.649
Ser Educacional SA	0	1	0	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	10	1	1	0	1	5,33	10,42	391.176
Slc Agricola SA	0	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0	1	6	1	1	0	1	4,50	10,60	664.552
Smartfit Esc. de Gin. e Dança SA	0	1	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	26	1	0	0	0	-4,58	-14,96	617.526
Springs Global Particip. SA	1	1	0	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	9	1	0	0	0	1,40	3,30	172.420
Syn Prop e Tech SA	1	1	1	1	0	1	1	1	0	0	0	0	1	13	1	0	0	0	1,82	3,06	323.962
T4f Entret. SA	0	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	0	1	7	1	0	0	0	-11,52	-25,95	-30.349
Technos SA	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	1	6	1	0	0	0	-18,14	-35,61	-114.391
Tecnisa SA	0	1	1	1	0	0	1	1	0	0	1	0	1	17	1	0	0	0	-15,27	-27,72	-204.252
Trisul SA	0	1	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	4	1	0	0	1	8,40	13,82	181.712
Unicasa Ind. de MÓv. SA	0	1	0	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0	6	1	0	0	1	7,88	11,24	28.741
Via SA	0	1	0	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	15	1	1	0	0	-5,87	-247,92	-159.000
Vivara participações SA	1	1	0	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	8	1	1	0	0	13,73	23,67	322.056
Viver Incorp. e Const. SA	0	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1	0	0	12	1	1	0	0	-42,95	-164,23	-161.489
Vulcabras SA	0	1	0	1	0	0	1	1	1	0	0	0	1	9	1	0	0	1	10,56	13,16	222.445
Yduqs participacoes SA	1	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	12	1	1	0	1	11,72	20,83	1.260.967

2020

Companhia	D1.1	D1.2	D1.3	D1.4	D1.5	D2.1	D2.2	D2.3	D2.4	D3.1	D3.2	D3.3	D3.4	D4	D5.1	D5.2	D5.3	D5.4	ROA	ROE	EBITDA
Alphaville SA	0	1	1	0	0	1	1	1	0	0	1	0	1	20	1	0	0	0	-18,29	-105,82	-269.423
Americanas SA	1	1	1	0	0	1	1	1	1	0	0	0	1	7	0	1	0	1	-0,93	-2,22	782.336
Anima Holding SA	1	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1	0	1	16	1	1	0	0	-0,90	-1,61	268.004
Arezzo Ind e Com SA	1	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	1	11	1	1	0	0	1,72	3,60	173.212
Atacadão SA	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	0	1	9	1	1	0	0	5,50	16,70	5.596.000
Bk Brasil Oper e Asse. a Rest. SA	1	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1	0	1	16	1	1	0	0	-11,33	-24,24	-177.075

Brasilagro - Cia Bras de Prop Agri.	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	15	1	0	0	0	5,10	9,70	262.077
Brf SA	1	1	1	0	0	1	1	0	0	1	1	0	1	23	1	1	0	0	2,80	15,80	5.241.171
Camil Alimentos SA	0	0	1	0	0	0	1	1	0	1	0	0	1	15	1	1	1	1	7,00	16,70	778.116
Cea Modas SA	1	1	1	0	1	1	1	1	0	1	1	0	1	10	1	1	0	0	-2,28	-6,27	388.537
Cia Brasileira de Distrib.	0	1	1	1	0	0	1	1	0	1	0	0	1	18	1	1	0	0	4,40	13,80	5.193.000
Cia Locação das Américas	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	31	1	0	0	1	2,67	9,21	1.326.514
Cogna Educação SA	0	1	0	1	0	1	1	1	1	1	0	0	1	12	1	1	0	1	-18,86	-40,64	-2.083.906
Construtora Tenda SA	1	1	1	1	0	0	0	1	1	0	0	0	1	14	1	0	0	1	4,71	13,16	294.707
Cury Const. e Incorp. SA	1	1	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	1	1	1	1	0	0	11,60	29,60	240.104
Cvc Brasil Op. Ag. de Viag. SA	0	1	1	1	0	1	1	0	1	0	0	0	1	23	1	1	0	0	-24,07	-2.127,61	-1.190.592
Direcional Engenharia SA	0	1	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	1	13	1	1	0	0	2,94	11,20	262.808
Even Const. e Incorp. SA	0	1	0	0	0	1	1	1	0	1	1	0	1	22	1	1	0	0	1,03	2,15	280.421
Ez Tec Emp. e Particip. SA	0	1	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1	14	1	0	0	0	8,80	10,03	275.372
Gafisa SA	0	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	0	0	16	1	1	0	1	-2,05	-4,94	11.881
Grendene SA	0	1	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	1	9	1	1	0	1	8,67	9,58	389.248
Grupo de Moda Soma SA	0	1	0	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	9	1	1	0	0	-3,03	-4,47	9.920
Grupo Mateus AS	0	1	0	0	0	0	1	1	0	1	1	0	0	2	1	1	0	1	8,90	12,70	1.004.016
Grupo SBF SA	1	1	1	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1	13	1	0	0	0	-1,82	-5,78	167.133
Helbor Empreend. SA	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	9	1	0	0	0	1,42	3,70	66.389
International Meal Comp. Ali. SA	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1	14	1	0	0	0	-17,20	-40,09	-453.723
Iochpe Maxion SA	0	1	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	1	12	1	1	0	0	-3,40	-11,00	372.140
JBS SA	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	0	0	12	1	1	0	1	2,80	10,70	28.340.500
Jhsf Particip. SA	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	0	1	17	1	1	0	1	8,77	16,69	841.694
Lavvi Empreend. Imob. SA	1	1	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	10	1	0	0	0	7,02	9,14	119.271
Localiza Rent a Car SA	1	1	0	1	0	1	1	1	1	1	1	0	1	21	1	1	0	1	5,13	17,32	2.468.070
Lojas Quero-Quero SA	1	1	0	1	0	0	0	1	0	1	1	0	1	12	1	1	0	0	3,06	14,16	214.811
Lojas Renner SA	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	15	1	1	0	1	7,49	19,93	1.647.915
M.Dias Branco SA Ind Com de Ali.	1	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	1	15	0	1	0	1	7,90	11,50	974.270
Magazine Luiza SA	1	1	0	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	4	1	1	0	0	1,59	5,35	1.527.099
Mahle-Metal Leve SA	0	0	1	1	0	0	1	1	0	0	0	1	0	11	1	0	0	1	4,37	9,11	296.564
Marfrig Global Foods SA	0	1	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	0	13	1	0	0	1	11,50	128,90	9.247.469
Marisa Lojas SA	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	11	1	0	0	0	-12,83	-43,57	5.583
Melnick Desenvolv. Imobiliário SA	0	1	0	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	3	1	1	0	0	3,19	4,77	57.615
Minerva SA	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	26	1	1	0	0	4,10	83,00	2.102.435
Mitre Realty Emp. e Particip. SA	1	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	14	1	1	0	1	3,72	4,87	40.306
Moura Dubeux Engenharia SA	0	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1	0	0	15	1	1	0	0	-5,03	-10,44	-67.852
Movida Particip. SA	0	1	1	1	0	0	1	1	0	0	0	0	1	16	1	1	0	1	1,28	4,62	717.181
MRV Eng. e Particip. SA	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	17	1	1	0	0	3,44	10,29	823.466
Natura &co Holding SA	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1	1	0	1	24	1	1	0	1	-1,10	-2,40	3.508.453
Pdg Realty SA Emp. e Particip.	0	0	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	7	1	1	0	0	-26,40	-8,48	-273.918
Pet Center Com. e Particip. SA	1	1	0	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	7	1	1	0	0	3,08	11,34	265.070
Plano & Plano Des. Imob. SA	0	1	0	0	0	1	0	1	0	1	1	0	0	8	1	1	0	0	13,75	57,44	166.463
Pomifrutas SA	0	0	0	1	1	1	0	0	1	0	0	0	0	5	1	0	0	0	6,40	-3,28	1.940

Restoque Com. e Conf. de Roup. SA	1	1	1	1	0	1	1	1	0	0	0	1	0	19	1	0	0	0	-93,03	-724,31	-126.407
Rni Neg. Imob. SA	0	0	1	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	13	1	1	0	0	0,27	0,69	16.921
Rossi Residencial SA	0	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	9	1	0	0	0	-0,55	-1,60	-375.144
Sao Martinho SA	1	1	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	10	1	1	0	1	7,00	21,40	2.221.937
Ser Educacional SA	0	1	0	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	13	1	1	0	1	5,34	11,57	488.845
Slc Agricola SA	0	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0	1	7	1	1	0	0	5,90	16,20	900.616
Smartfit Esc. de Gin. e Dança SA	1	1	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	6	1	0	0	0	-7,12	-24,48	310.443
Springs Global Particip. SA	1	1	0	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	7	1	0	0	0	-10,10	-29,02	143.174
Syn Prop e Tech SA	1	1	1	1	0	1	1	1	0	0	0	0	1	12	1	0	0	0	2,60	4,35	312.631
T4f Entret. SA	0	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	0	1	6	1	0	0	0	-20,67	-57,60	-62.136
Technos SA	1	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	1	3	1	0	0	0	-4,70	-8,90	1.471
Tecnisa SA	0	1	1	1	0	0	1	1	0	0	1	0	1	20	1	0	0	0	-9,57	-21,09	-135.278
Trisul SA	0	1	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	4	1	0	0	1	8,44	15,14	214.818
Unicasa Ind. de MÓv. SA	0	1	0	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0	7	1	0	0	1	7,23	9,51	26.452
Via SA	0	1	0	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	15	1	1	0	1	3,04	16,79	2.531.000
Vivara Particip. SA	1	1	0	1	0	1	1	1	0	1	1	0	1	11	1	1	0	0	6,85	12,52	263.351
Viver Incorp. e Const. SA	0	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1	0	0	16	1	1	0	0	-56,03	-79,74	-143.437
Vulcabras SA	0	1	0	1	0	0	1	1	1	0	0	0	1	8	1	0	0	1	1,88	2,80	112.244
Yduqs Particip. SA	1	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1	0	1	13	1	1	0	1	1,06	3,06	895.315