

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS AÇÕES NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

CORPORATE GOVERNANCE AND STOCK PERFORMANCE IN THE BRAZILIAN STOCK MARKET

O artigo foi aprovado e apresentado no Congresso Nacional de Administração e Contabilidade (AdCont), realizado de 23/10 a 25/10 de 2023, no Rio de Janeiro (RJ)

RESUMO

Este estudo analisou a relação entre a governança corporativa e o desempenho das ações nas dimensões de retorno, risco e liquidez de empresas brasileiras de capital aberto entre 2010 e 2020. Dois índices foram usados para medir a governança corporativa: IGOV e IGOV8. Além disso, foi considerada uma variável *dummy*, formada pela inclusão ou não das empresas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3. As análises foram realizadas por meio da aplicação de testes de comparação de médias e variâncias *t*, *F* e ANOVA, com a avaliação dos desempenhos do retorno, do risco (desvio-padrão), da relação risco x retorno (índice de Traynor) e da liquidez das ações (volume de negociação). Os resultados indicam que a qualidade da governança corporativa tem impacto positivo sobre os retornos, reduzindo o risco e aumentando a liquidez das ações. Esses achados são relevantes tanto para as empresas quanto para os investidores, destacando a importância da boa governança corporativa para o sucesso financeiro dos investimentos.

Palavras-Chave: Governança Corporativa. Desempenho das Ações. Índices de Governança.

ABSTRACT

This study examined the relationship between corporate governance and stock performance, focusing on the dimensions of return, risk, and liquidity, among Brazilian publicly traded companies from 2010 to 2020. Two indices were utilized to measure corporate governance: IGOV and IGOV8. Additionally, a dummy variable was considered, representing whether companies were included in the Differentiated Levels of Corporate Governance of B3. Analyses were conducted through the application of *t*-tests, *F*-tests, and ANOVA tests, evaluating the performances of return, risk (standard deviation), risk-return relationship (Traynor index), and stock liquidity (trading volume). The results indicate that the quality of corporate governance positively impacts returns, reduces risk, and enhances stock liquidity. These findings are pertinent to both companies and investors, underscoring the significance of good corporate governance for investment success.

Keywords: Corporate Governance. Stock Financial Performance. Governance Indices.

João Eduardo Ribeiro

Doutor em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Mestre em Administração pelo Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (CEFET-MG). Especialista em Gestão e Governança Pública e MBA em Controladoria e Finanças pela Faculdade Focus. Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa (UFV) e em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Email: joaoeduardoribeiro@ufmg.br. Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-6969-6972>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6348617569538272>

Antônio Artur de Souza

Ph.D. em *Management Science* pela Universidade de Lancaster. Mestre em Engenharia de Produção e graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Professor Titular do Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Email: antonioarturdesouza@gmail.com. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-4725-0758>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/0597505816212353>

Letícia Drummond Rezende

Doutoranda em Administração na Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Mestre em Engenharia Nuclear pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Especialista em Gestão Estratégica em Empresas de Biotecnologia pela Fundação Dom Cabral. Licenciada em Física pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Email: letsdr@yahoo.com.br. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-1800-3459>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8084815567446370>

Camila Teresa Martucheli

Doutora e Mestra em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Graduada em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) e em Jornalismo pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC Minas). Coordenadora e professora do curso de graduação em Administração da UNIVERSO-BH. Email: camila.martucheli@gmail.com. Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-2378-2167>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9986835732512415>

Rafael César dos Santos Pires

Mestrando em Ciências Contábeis na Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Especialista em Planejamento, Finanças e Orçamento Público e em Gestão de Seguros e Previdência Privada pela Faculdade Ibra de Brasília (IBRA). Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa (UFV). Email: rafaelcesarpirez@ufmg.br. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-6095-889X>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/0490802223265803>

1 INTRODUÇÃO

O trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976) abordou conceitos essenciais relativos às empresas e à variedade de conflitos advindos das relações geradas entre acionistas, gestores e demais *stakeholders* envolvidos nos processos de gestão e decisão. Os autores conceituam a empresa como uma “caixa preta”, operacionalizada para administrar entradas e saídas com fins de maximizar os lucros (ou valor presente). Naquele momento, os autores buscavam uma teoria que explicasse como objetivos conflitantes dos envolvidos poderiam ser equilibrados para produzir tal maximização. Já existiam na época, debates a respeito da “responsabilidade social” das empresas, e da separação entre propriedade e controle, que mostravam a crescente preocupação com esse tema.

Pensando na questão do direito de propriedade, Jensen e Meckling (1976) ressaltam a importância da implicação comportamental de gerentes e proprietários como fator determinante para a alocação de custos e recompensas devidos a cada um. Os autores definiram então, a relação de agência como um contrato entre pessoas que concordam com a realização de um serviço, abrangendo a delegação de uma autoridade decisória ao agente. Contudo, se ambas as partes dessa relação são maximizadoras de utilidade, na visão dos autores, o gerente (agente) nem sempre agiria da melhor forma para atender aos interesses do proprietário (principal); entretanto, tal atitude poderia ser amenizada mediante incentivos apropriados para o agente, com o intuito de limitar quaisquer “atividades aberrantes” (Jensen & Meckling, 1976).

A partir destas ideias, emerge a teoria da agência, que pronuncia a impossibilidade de garantia de que o agente tomará as melhores decisões do ponto de vista do principal, havendo divergências entre as decisões do primeiro e aquelas que maximizaria o bem-estar do segundo (Jensen & Meckling, 1976). Dada a relevância desta condição presente nas empresas, a governança corporativa surgiu como uma prática para profissionalizar e monitorar as ações corporativas, objetivando minimizar os conflitos de interesses dos atores envolvidos. Nesse cenário, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) consideraram crucial a proteção ao investidor, devido à intensidade de expropriação de acionistas minoritários e credores pelos acionistas controladores. Nesse sentido, os autores definiram governança corporativa como um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores externos se protegem contra a expropriação por parte dos internos.

Dentro deste contexto, as práticas de governança buscam minimizar o impacto dos custos da agência sobre a riqueza dos acionistas, ao restringirem a capacidade dos gerentes de destruir valor (Bataineh, Ullah & Wali, 2021). Bataineh et al. (2021) afirmam ainda, que práticas de controle e recompensa parecem incentivar o comportamento benéfico desses agentes para a empresa, o que pode propiciar uma redução do risco e um aumento do retorno e da liquidez de suas ações. Maug (1998) já considerava o benefício do aumento da liquidez das ações quando relatou que uma melhor liquidez permitia ao conselho utilizar o preço das ações para recompensar mais eficientemente a alta administração, por decisões que aumentavam o valor da empresa; ou seja, uma maior liquidez permite um alinhamento mais preciso dos interesses da alta administração e dos acionistas. Ele concluiu, dessa forma, que em um mercado líquido, um investidor pode obter maiores resultados ao considerar a governança corporativa adotada pela empresa.

Com base na teoria da agência, Katmon e Farooque (2017) e Li, Nan e Zhao (2018) destacam a importância da governança corporativa na qualidade dos relatórios e na divulgação financeira, fatores que, por sua vez, exercem influência direta sobre o retorno e o risco associados às ações. Os autores argumentam que práticas robustas de governança corporativa fomentam a transparência, a responsabilidade e a divulgação adequada de informações financeiras por parte das empresas. Esse processo, por sua vez, tem um efeito direto sobre a qualidade dos relatórios financeiros disponibilizados aos investidores e ao mercado em geral. A qualidade desses relatórios e da divulgação financeira é essencial para que os investidores possam tomar decisões informadas sobre seus investimentos, afetando não apenas o retorno e o risco das ações, mas também a liquidez do mercado em que estão inseridas (Dang & Nguyen, 2024).

Para Florencio, Batista e Reis (2020), o poder da governança corporativa em sinalizar maior confiabilidade das práticas desenvolvidas pela organização, relaciona-se à exigência de uma menor taxa de retorno, traduzida em menor custo de capital e maior liquidez no mercado. Isso propicia um melhor desempenho financeiro, maximizando o retorno para os acionistas. Tendo em vista as divergências em torno da relação entre governança corporativa e o desempenho das ações, sob o ponto de vista das dimensões de retorno, risco e liquidez, este artigo propõe a seguinte questão de pesquisa: **Como os níveis elevados de governança corporativa influenciam o desempenho das ações em empresas brasileiras em comparação com aquelas que adotam níveis mais baixos de governança?** Para responder a essa questão, este estudo teve como objetivo analisar a relação entre a governança corporativa e o desempenho das ações, nas dimensões retorno, risco e liquidez, das empresas brasileiras de capital aberto, com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão (B3) entre os anos de 2010 e 2020.

Segundo Silva, Bonfim, Noriller e Berner (2017), os estudos relacionados à governança corporativa são oportunos, uma vez que poucos estudos fizeram essa análise em países em desenvolvimento, como o Brasil. Lopes, Beuren e Vicente (2021) corroboram essa afirmativa, relatando que poucos trabalhos analisaram a relação da comunicação de riscos com a governança corporativa e com o desempenho da empresa no mercado de capitais. Os autores relatam que não existe um consenso entre as pesquisas nacionais sobre o tema, que permite concluir os reais impactos da governança corporativa sobre o desempenho das ações das empresas, e mais especificamente, associados aos seus retornos, riscos e liquidez.

Cabe ressaltar ainda, que o presente trabalho inova ao testar em suas análises, dois novos índices de governança corporativa, denominados IGOV e IGOV8, criados para representar os mecanismos de governança que podem, de

acordo com a literatura, reduzir os conflitos de agência (Ribeiro & Souza, 2023a, Ribeiro & Souza 2023b). Em adição, a discussão aborda uma variável *dummy*, formada pela listagem ou não das empresas da amostra nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 (NDGC), que recebeu valor 1 quando a empresa analisada era listada em algum dos níveis de governança, e 0 quando listada no mercado tradicional. Mais especificamente: (i) analisou-se a governança corporativa por meio de um índice (IGOV), composto por 10 perguntas binárias com pontuação positiva (expressa um valor entre 0 e 10), resultando em um ponto adicionado ao índice para cada resposta positiva; foi também utilizado um índice derivado, o IGOV8, que além dos mecanismos de governança, envolve o setor industrial, e ainda os NDGC; (ii) analisou-se o comportamento do retorno, do risco (desvio-padrão), da relação risco x retorno (índice de Traynor), bem como da liquidez das ações (volume de negociação) de empresas listadas na B3 e; (iii) comparou-se os resultados dos testes de comparação de médias e variâncias obtidos pelas metodologias estatísticas teste *t*, teste *F* e ANOVA.

O estudo se justifica pela relevância de obter informações no mercado brasileiro com o objetivo de determinar se a adesão a níveis mais elevados de governança corporativa realmente contribui para o desenvolvimento econômico-financeiro das empresas, tendo um impacto direto no desempenho de suas ações. À luz da teoria da agência, espera-se que o mercado esteja disposto a pagar um prêmio por empresas que demonstrem qualidade acima da média em termos de governança corporativa e que apresentem um risco menor em comparação com empresas com menor qualidade de governança (Katmon & Farooque, 2017). Os resultados alcançados têm ampla relevância para investidores, gestores de empresas, reguladores e a sociedade em geral. Para investidores, entender como a governança corporativa influencia o desempenho das ações é essencial para tomar decisões de investimento mais informadas e reduzir o risco de suas carteiras. Gestores podem usar esses *insights* para aprimorar práticas de gestão e estratégias de negócios, fomentando uma cultura organizacional mais transparente e responsável. Reguladores podem empregar essas informações para desenvolver políticas que promovam boas práticas de governança e protejam os interesses dos investidores. Por fim, uma melhor governança corporativa pode beneficiar a sociedade como um todo, estimulando o crescimento econômico e o desenvolvimento sustentável. Dessa forma, este estudo tem o potencial de gerar *insights* valiosos que beneficiam diversos agentes do mercado financeiro, bem como pesquisadores da área.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Não há uma definição unificada acerca da governança corporativa, mas algumas conceituações podem ser sumarizadas no que apontaram Shleifer e Vishny (1997), que a definem como um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos das empresas podem ter aumentadas suas expectativas de obter retorno sobre seus investimentos. La Porta et al. (2000) ampliam essa definição, acrescentando que a governança é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (acionistas, controladores e gestores). De acordo com Nascimento, Bianchi e Terra (2006), tais definições se condensam no empenho contínuo de alinhar os interesses da alta administração das empresas com as de acionistas ou proprietários, por meio de um monitoramento mais eficaz. E assim, o cerne da governança consiste nos interesses dos credores e investidores, que precisam ser preservados a fim de garantir o devido retorno aos seus investimentos.

Essa visão é corroborada pela teoria da agência, cuja proposição é a de que, nas empresas, existem interesses divergentes os quais ocorrem não somente entre os gestores e proprietários, mas também entre os acionistas e credores, e entre os acionistas minoritários e majoritários (Abdullah & Tursoy, 2023). A teoria de agência, preconizada por Jensen e Meckling (1976), tem como princípio a relação entre dois ou mais indivíduos, em que uma ou mais pessoas (o principal) empregam outra(s) (o agente) para realizar algum trabalho ou serviço em seu nome, abarcando a delegação de alguma autoridade de decisão. De acordo com Jensen e Meckling (1976), com intuito de reduzir os problemas de agência, as empresas implementam mecanismos de governança que tenham capacidade de induzir os agentes a tomarem decisões alinhadas aos interesses do principal. Uma vez que o principal valoriza a maximização de seus investimentos, os mecanismos de governança, ao alinhar as decisões dos gestores, têm capacidade de melhorar a performance financeira das empresas. Como exemplos de mecanismos de governança, podem-se citar a composição do conselho de administração, a remuneração dos dirigentes, a estrutura de propriedade, a transparência, bem como a proteção dos acionistas minoritários (Correia, Amaral & Louvet, 2011, Puni & Anlesinya, 2020).

Na visão de Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), além de melhorar a performance financeira das empresas, a adoção de práticas mais elevadas de governança corporativa podem provocar um aumento nos retornos, no volume negociado e na liquidez das ações, além de promover uma redução na volatilidade dos retornos. Isso ocorre devido ao clima de negociação mais saudável que pode ser obtido por meio de melhores práticas de governança corporativa que reduzem o risco (Rabelo, Rogers, Ribeiro & Securato, 2007). A relação entre governança corporativa, liquidez, risco e retorno já foi documentada por diversos estudos em contextos estrangeiros, como Dang e Nguyen (2024), McConnell e Qi (2016), Nguyen (2011) e Owala (2010).

No Brasil, os estudos que relacionam os mecanismos de governança corporativa com o desempenho das ações não despontam em resultados concordes. Rogers et al. (2005) testaram se a adoção de melhores práticas de governança corporativa influenciam o retorno e a liquidez de ações de empresas negociadas pela B3. Para isso, os autores utilizaram o método de reamostragem *Bootstrap* e compararam as médias e medianas das carteiras IGC, Ibovespa, IBRX, IBRX-50, FGV-E e FGV-100, entre 2001 e 2005, em três classes de indicadores: retornos, risco e retornos ajustados ao risco. Ainda

que, com pouca diferença estatística, os resultados evidenciaram que as empresas presentes no IGC apresentaram melhor performance, o que corrobora a eficácia de melhores práticas de governança corporativa no aumento do retorno e da liquidez das ações.

Em estudo semelhante, Rabelo et al. (2007) analisaram se um investidor de carteira de ações de empresas que possuem melhores práticas de governança corporativa, obteve melhor performance do que o investidor de uma carteira de ações de empresas com práticas de governança corporativa inferiores. Os autores também aplicaram um estudo de carteiras avaliadas pelo índice de Sharpe. Os resultados documentados evidenciaram que uma carteira ótima formada a partir de empresas com melhores práticas de governança tendem a apresentar maior índice de Sharpe, isto é, para os investidores, é vantajoso formar carteiras apenas de ações de empresas que possuem práticas de governança corporativa mais elevadas. Contrariando Rabelo et al. (2007), Rogers, Securato e Ribeiro (2008) demonstraram que os retornos dos investimentos são menores para empresas com práticas de governança corporativa superiores.

Por sua vez, Camargos e Barbosa (2010) analisaram o impacto da adesão aos NDGC sobre o desempenho das ações no mercado, no tocante ao retorno acionário e à liquidez de mercado, medida pelo volume, quantidade de negociações e quantidade de títulos. A análise, realizada por meio de um Estudo de Evento em uma amostra de ações preferenciais de 32 empresas, mostrou que a adesão aos NDGC não provocou um aumento dos retornos; entretanto, ocasionou uma elevação da liquidez, principalmente no longo prazo.

Milani, Righi, Ceretta e Dias (2012) analisaram se os investimentos em empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentaram retornos superiores quando comparados às demais. Os autores usaram o modelo Garch e testes não paramétricos de diferença de médias para analisar as séries de retornos diários dos índices Ibovespa e IGC. Os resultados mostraram que os índices de melhores práticas de governança corporativa tiveram volatilidade significativamente menor e retorno por unidade de risco significativamente superior ao Ibovespa. Portanto, os autores demonstraram que os investimentos em empresas com melhores práticas de governança corporativa parecem ser uma alternativa menos arriscada e mais rentável para os investidores.

Por sua vez, Silva, Nardi e Pimenta (2012) verificaram se o risco e o retorno das ações são impactados pela adesão das empresas aos NDGC da B3. Os autores utilizaram, além do retorno, o teste não paramétrico de Wilcoxon para medidas de desvio-padrão (risco absoluto) e beta (relativo), estimados por meio dos retornos diários de 252 dias antes e após a adesão das empresas aos NDGC. No tocante à média dos retornos das ações, os autores não observaram diferenças estatisticamente significantes antes e após a data de adesão. No entanto, observaram que as *proxies* de risco se mostraram estatisticamente menores após a adesão.

Silva, Nardi, Martins e Barossi (2016), por seu turno, investigaram se a adesão aos NDGC pelas empresas brasileiras aumentava a liquidez de suas ações. Os autores expuseram que a adoção dos níveis de governança da bolsa brasileira pelas empresas não propiciou um prêmio de liquidez. Para os autores, umas das razões para este resultado foi a insuficiência da proteção legal, uma vez que as normas exigidas pela B3 para a adesão das empresas aos NDGC não implicam força de lei.

Espejo e Clemente (2016) investigaram se os NDGC tiveram impacto no risco das ações de empresas negociadas na B3 durante a Crise Financeira de 2008. Para isso, foi realizado um estudo estatístico transversal, coletando as cotações das ações das empresas antes e durante a crise a partir do banco de dados Economática. Os resultados mostraram que, contrariamente ao esperado, as ações das empresas sem governança não tiveram queda, enquanto as empresas pertencentes aos NDGC tiveram. Além disso, o risco das ações, medido pela sua volatilidade (desvio-padrão), foi maior para as empresas com NDGC.

Por sua vez, Rocha, Contani e Reco (2017) analisaram a correlação entre o desempenho das ações (risco e retorno) e a governança corporativa das empresas listadas no setor de consumo e varejo da B3. A amostra foi de 105 observações de empresas, classificadas em algum nível de governança (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado-NM), e a análise foi realizada via testes t e F. Pelos resultados, os autores observaram que as empresas com melhores práticas de governança não apresentaram retornos superiores às tradicionais. Por outro lado, constataram um risco significativamente menor nas negociações das empresas pertencentes ao Nível 1, Nível 2 ou NM, em comparação com as demais.

Alberto e Martins (2020) examinaram se o anúncio da recompra de ações afeta as cotações das ações das empresas, e se a adoção de práticas de governança corporativa mais rígidas influenciavam seu retorno. Os autores não encontraram evidências estatisticamente significativas de que a adoção de práticas de governança corporativa mais rígidas fosse capaz de provocar aumento de retornos anormais.

No que lhe diz respeito, Ganz, Schlotfeldt e Rodrigues Júnior (2020) analisaram se a governança corporativa é um fator precificado pelos acionistas. Os autores encontraram evidências de que a governança corporativa impacta negativamente o retorno das ações das pequenas empresas, com menores níveis de governança corporativa, e que o inverso acontece em relação às grandes empresas, com altos níveis de governança.

Recentemente, Cordeiro (2022) verificou se existe impacto na percepção de risco (volatilidade dos retornos) das empresas que aderiram aos NDGC. O autor documentou que as empresas listadas nos altos níveis de governança da B3, sobretudo as do NM, apresentaram diferença estatística em relação à volatilidade dos seus ativos negociados na bolsa brasileira, ou seja, as ações das empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentaram menor risco em relação às demais.

Uchiyama (2022) avaliou o impacto da listagem no NM sobre o desempenho e a volatilidade das ações das empresas do setor de energia elétrica, com ações negociadas pela B3. O autor documentou evidências de que a listagem dessas

empresas no segmento NM não provocou maior retorno de suas ações, porém menor volatilidade nos preços. Tal achado evidencia o impacto da qualidade da governança na redução do risco de mercado das empresas brasileiras, coadunando os resultados de Cordeiro (2022).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A abordagem da presente pesquisa foi quantitativa, com análises descritivas e testes estatísticos de dados secundários. O estudo abrangeu as empresas com ações negociadas na B3 entre 2010 e 2020. O ano de 2010 foi escolhido como o ano inicial de análise pelo fato de ser o ano a partir do qual as empresas brasileiras passaram a ser obrigadas a seguir as normas internacionais de contabilidade (Machado, Machado, Souza, & Oliveira, 2012). Para a composição da amostra, foram adotados os seguintes critérios: (i) a lista de empresas com ações negociadas na B3 foi obtida pela plataforma Economatica®; (ii) excluiu-se as empresas cujo registro foi cancelado; (iii) desconsiderou-se empresas do setor financeiro, uma vez que suas demonstrações financeiras e indicadores precisam de uma interpretação diferente das outras empresas (Ribeiro & Souza, 2023a); (iv) excluiu-se as empresas com índice de negociabilidade menor ou igual a 0,001, pois de acordo com Ribeiro e Souza (2023b), empresas com baixo índice de negociabilidade tendem a ter muitos dados ausentes; (v) finalmente, excluiu-se as empresas com patrimônio líquido negativo.

Seguindo essas premissas, a amostra foi composta por 118 empresas, distribuídas entre nove setores: Indústria (25%), Serviços (25%), Energia Elétrica (15%), Construção Civil (11%), Varejo (9%), Petróleo, Gás e Biocombustíveis (6%), Mineração, Siderurgia e Metalurgia (6%), Saneamento (2%) e Agropecuária (2%). Os dados mensais necessários às análises foram coletados pela plataforma Economatica® (onde se obteve o preço de fechamento das ações no último dia de negociação de cada mês), no site da B3 (retorno mensal do Ibovespa), no site da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) (CDI mensal), bem como nos Formulários de Referência (FR), documentos de apresentação obrigatória à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), públicos e disponíveis no site da CVM (dados necessários a criação dos índices de governança).

No que concerne à qualidade da governança corporativa, foram testados dois índices, o IGOV (índice principal) e o IGOV8 (uma variação do IGOV), com intuito de capturar os mecanismos de governança capazes de reduzir os conflitos de agência (Ribeiro & Souza, 2023a, Ribeiro & Souza 2023b). Foram empregadas 10 variáveis na composição do IGOV e oito na composição do IGOV8, selecionadas em conformidade com a literatura acerca da teoria da agência, e inspiradas nos estudos de Al-Najjar e Al-Najjaré (2017), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Ribeiro e Souza (2022), Ribeiro e Souza (2023a) e Silveira (2004). A expectativa foi oferecer alternativas de mensuração das melhores práticas de governança corporativa no Brasil, as quais refletissem mais fortemente sua aplicação na gestão das empresas. As variáveis utilizadas na criação dos índices são descritas na Tabela 1.

Tabela 1 - Variáveis que compõem os índices de governança

Mecanismos de Governança Corporativa	Perguntas	Fonte dos Dados
Conselho de Administração	(1) O Conselho de Administração tem entre cinco e nove membros?	FR
Estrutura de Propriedade e de Controle	(2) Os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações com direito a voto?	FR
	(3) A companhia tem mais de 25% de suas ações em free-float?	FR
Divulgação e Transparência	(4) A empresa publica fatos relevantes e comunicados ao mercado?	FR e CVM
	(5) A empresa tem declarações de dividendos disponibilizadas aos acionistas?	FR e CVM
	(6) Os administradores têm participação nos lucros?	FR
Incentivos aos Administradores	(7) A empresa possui plano de opção de compra de ações?	FR
	(8) A empresa possui remuneração baseada em ações?	FR
Disclosure	(9) Empresa participa dos NDGC?	FR
	(10) A companhia é emissora de ADRs?	JPMorgan
Setor	(11) A empresa é do setor industrial?	Economatica®

O IGOV é composto por 10 perguntas binárias com pontuação positiva (expressa por um valor entre 0 e 10), resultando em um ponto adicionado ao índice para cada resposta positiva. Estas perguntas foram alocadas conforme a

aderência a um dos 5 mecanismos de governança corporativa considerados na composição do índice: Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*.

O IGOV8, uma variação simplificada do IGOV, é composto por questões que envolvem 3 mecanismos: Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores, Nível de *Disclosure*, bem como o setor de atuação (adiciona-se 1 ponto para empresas industriais). Dessa forma, o IGOV8 expressa um valor entre 0 e 8, e é baseado em estudos que apontam a transparência e os incentivos aos administradores como fatores mais eficazes para avaliar a qualidade de governança no Brasil (Correia et al., 2011, Silveira, 2004). Além disso, setores regulamentados como o industrial, podem impactar positivamente a governança corporativa, pois são obrigados a seguir as melhores práticas (Silveira, 2004). O estudo também utiliza a listagem de empresas nos NDGC da B3 como uma métrica de categorização, pois segundo Ribeiro e Souza (2022), é a forma mais comum empregada em estudos empíricos sobre governança no Brasil. A variável *dummy* NDGC recebe o valor 1 quando a empresa está listada em algum dos níveis de governança da B3, e 0 se estiver listada no mercado tradicional.

Para as medidas de performances mensais das ações, adotou-se o retorno, o risco, o retorno ajustado ao risco e a liquidez, indicadores utilizados também por Alberto e Martins (2020), Rocha et al. (2017), Silva et al. (2016), Uchiyama (2022), dentre outros. O retorno foi apurado via retorno médio (R_t), e o risco foi analisado por meio do desvio-padrão (DP_R) do retorno da ação. Por sua vez, o retorno ajustado ao risco foi investigado via índice de Treynor (IT_t). Por fim, a liquidez foi examinada por intermédio do volume negociado (*Vol*). A Tabela 2 apresenta as variáveis utilizadas no estudo e suas fórmulas de cálculo.

Tabela 2 - Variáveis de governança e de performance das ações

Variáveis	Fórmula	
Governança	<i>IGOV</i>	Soma das perguntas 1 a 10
	<i>IGOV8</i>	Soma das perguntas 4 a 11
	<i>NDGC</i>	Dummy: 0 para mercado tradicional, 1 para NDGC
Retorno	R_t	$\ln(P_t/P_{t-1})$
Risco	DP_R	$\sqrt{((\sum(R_t - \bar{R})^2)/(n-1))}$
Retorno Ajustado ao Risco	IT_t	$(R_t - R_f) / \beta_t$
Liquidez	<i>Vol</i>	Volume Negociado

Nota: R_t é o retorno da ação da empresa i no tempo t ; P_t é o preço da ação da empresa i no tempo t ; P_{t-1} é o preço da ação da empresa no tempo $t - 1$; \bar{R} é o retorno médio; n é o número de observações e *Vol* é o volume de negociação.

Após o cálculo das variáveis, as empresas foram agrupadas de acordo com a adoção de boas práticas de governança corporativa, empregando-se os índices IGOV e IGOV8, e a *dummy* NDGC. No que se refere ao IGOV, dividiu-se as empresas avaliadas em três grupos, de forma que o primeiro grupo foi formado por aquelas com IGOV entre 0 e 4 (baixa qualidade de governança), o segundo grupo foi formado com IGOV entre 5 e 7 (média qualidade de governança) e por fim, o terceiro grupo compreendeu empresas com IGOV de 8 a 10 (alta qualidade de governança). Quanto ao IGOV8, as empresas também foram classificadas em três grupos: baixa qualidade de governança, quando os valores de IGOV8 se mostraram entre 0 e 3; média qualidade de governança, quando composto por IGOV8 entre 4 e 6 e; alta qualidade de governança, quando o IGOV8 assumiu valores entre 7 a 8. Por fim, quando a governança foi analisada por meio dos NDGC, agrupou-se as empresas em dois grupos: Baixa qualidade de governança, quando as empresas em questão eram negociadas no mercado tradicional e; Alta qualidade de governança quando negociadas nos NDGC.

Após esses agrupamentos, as análises foram realizadas via testes de diferenças de médias, utilizando teste t , teste F e ANOVA. O teste t é uma ferramenta estatística utilizada para comparar a média de uma amostra com a média de uma população. O valor obtido do teste t , a partir dos dados analisados, permite avaliar se a hipótese nula deve ser aceita ou rejeitada, de acordo com o intervalo de confiança estabelecido (Larson & Farber, 2015). O resultado do teste t , expresso pelo p-valor, indica o nível de significância, que nesse estudo foi estabelecido como 0,05; logo, se o p-valor for menor que 0,05, é rejeitada a hipótese nula de que as médias são iguais, sugerindo uma diferença significativa entre elas. Nesse sentido, poder-se-ia confirmar a presença de diferenças nas relações entre a qualidade da governança corporativa das empresas analisadas e o desempenho das suas respectivas ações.

O teste F comparou as variâncias de duas ou mais amostras, para determinar se elas provêm de populações com variâncias iguais. O resultado do teste é expresso como um “p-valor”, que indica a probabilidade de obter o resultado observado acidentalmente, se as hipóteses nulas de variâncias iguais forem verdadeiras. Se o p-valor for menor do que o nível de significância estabelecido, é rejeitada a hipótese nula, sugerindo a existência de diferenças significativas entre as médias dos grupos (Larson & Farber, 2015).

A ANOVA (Análise de Variância), por sua vez, é uma técnica estatística usada para comparar médias de dois ou mais grupos. O objetivo é determinar se há diferenças significativas entre as médias dos grupos. Esta técnica primeiramente divide a variância total dos dados em componentes explicativos (variância entre grupos e variância dentro de cada grupo) e, a seguir, compara a proporção da variância entre os grupos com a variância dentro de cada grupo. A hipótese nula é que as médias de todos os grupos são iguais, enquanto a hipótese alternativa é que pelo menos uma das médias é diferente (Larson & Farber, 2015). Esta técnica foi aplicada como uma terceira forma de verificação da relação entre a qualidade da governança das empresas e o desempenho de suas ações.

Por fim, para a análise dos testes de médias, foram levantadas as hipóteses dispostas abaixo, as quais expressam as possíveis relações entre a qualidade da governança corporativa e o desempenho das ações das empresas brasileiras na B3.

- $H_{a,0}$ Não existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{a,1}$ Existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{b,0}$ Não existem diferenças significativas, no que concerne ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{b,1}$ Existem diferenças significativas, no que concerne ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{c,0}$ Não existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno em relação ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{c,1}$ Existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno em relação ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{d,0}$ Não existem diferenças significativas, no que concerne à liquidez de mercado, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{d,1}$ Existem diferenças significativas, no que concerne à liquidez de mercado, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.

Espera-se que as hipóteses nulas sejam rejeitadas, ou seja, as empresas com melhores práticas de governança apresentem retornos e liquidez superiores às demais, e menor risco que aquelas que não adotam as boas práticas de governança.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Na Tabela 3 são apresentados os resultados obtidos na análise dos retornos das ações. Observa-se, pelos dados, que quando medidos pelo IGOV, as empresas com baixa governança tiveram uma média dos retornos de 0,0026, enquanto as empresas com governança média tiveram uma média dos retornos de -0,0015 e as empresas com alta governança tiveram uma média dos retornos de -0,0031. Quando avaliadas pelo IGOV8, as empresas com baixa governança tiveram uma média de retorno de 0,0006, enquanto as empresas com governança média tiveram uma média de retorno de -0,0023 e as empresas com alta governança tiveram uma média de retorno de 0,0030. A análise dos resultados dos testes de diferenças de médias, utilizando o teste *t*, não revelou diferenças significativas nas médias de retorno entre os grupos de governança. Entretanto, o teste *F* indicou diferenças estatisticamente significativas nas variâncias dos resultados entre os grupos de média x alta e baixa x alta governança, quando avaliados pelo índice IGOV, e também em todos os grupos avaliados pelo índice IGOV8. Além disso, o teste *F* indicou significância estatística entre as variâncias dos resultados dos grupos baixa e alta governança, quando avaliados pelo NDGC.

Tabela 3 - Resultado dos testes de média e variância para os retornos

Painel (a): Média e Variância dos Retornos						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	0,0026	0,0198	0,0006	0,0252	0,0011	0,0168
Média	-0,0015	0,0195	-0,0023	0,0197	-	-
Alta	-0,0031	0,0236	0,0030	0,01274	-0,00184	0,0213

Painel (b): Testes de Média e Variância dos Retornos						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	t	F	t	F	t	F
Baixa X Média	1,2651	1,0136	1,0313	1,2803	-	-
	0,1029	0,3391	0,1512	0,0000*	-	-
Média X Alta	0,5622	0,8282	-1,0938	1,5444	-	-
	0,2969	0,0000*	0,1370	0,0000*	-	-
Baixa X Alta	1,4336	0,8395	-0,4297	1,9775	0,9902	0,7872
	0,0758	0,0000*	0,3336	0,0000*	0,1610	0,0000*
ANOVA	1,138		0,9724		0,9806	
	0,3204		0,3781		0,322	

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

Em relação aos resultados obtidos através do IGOV e do NDGC, apesar de indicarem algumas diferenças estatísticas nas médias de retorno, eles não apontam para retornos superiores para empresas com governança de qualidade elevada, corroborando os resultados de Alberto e Martins (2020), Rogers et al. (2008), Silva et al. (2012) e Uchiyama (2022). No entanto, a avaliação pelo índice IGOV8 sugere que as empresas com alta qualidade de governança tendem a apresentar retornos mais elevados do que as empresas com governança de baixa qualidade, rejeitando portanto, a hipótese nula e corroborando os achados de Ganz et al. (2020) e Rogers et al. (2005). É importante ressaltar que, os resultados obtidos sugerem que a forma de mensurar a governança corporativa tem uma forte influência nos achados desta pesquisa, alternadamente indicando um possível impacto da governança nos retornos de ações e, em outras ocasiões, indicando a ausência desse efeito. Outro aspecto que vale ressaltar é o fato do IGOV8 considerar a condição da empresa ser do setor industrial, o que pode influenciar os retornos de forma positiva, uma vez que em empresas industriais as práticas da governança corporativa são mais intensamente observadas (Silveira, 2004).

A avaliação da qualidade da governança corporativa por meio do IGOV8, portanto, está em consonância com o que preconiza a teoria da agência, a qual afirma que empresas com práticas robustas de governança tendem a gerar retornos superiores devido à sua capacidade aprimorada de tomar decisões estratégicas que beneficiam os acionistas de longo prazo, minimizando assim os problemas de agência e reduzindo o risco percebido pelos investidores (Dang & Nguyen, 2024). A Tabela 4 apresenta os resultados alcançados na análise do risco das ações, avaliados por meio do desvio-padrão. Observou-se que a classificação das empresas pelo IGOV apresentou diferença estatística nas variâncias (teste F) das comparações entre as empresas com média x alta e baixa x alta qualidade de governança. Assim como diferença de médias (teste t) e variâncias (teste F e ANOVA) na comparação entre as empresas com alta e baixa qualidade de governança, medida por meio do NDGC. Apesar de serem médias estatisticamente diferentes, verifica-se que as empresas classificadas como média e alta governança não apresentam necessariamente desvio-padrão, em média, menor que as empresas classificadas como baixa governança.

Tabela 4 - Resultado dos testes de média e variância para os desvios-padrões

Painel (a): Média e Variância dos Desvios-padrões						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	0,1176	0,0055	0,1318	0,0078	0,1056	0,0055
Média	0,1156	0,0054	0,1126	0,0061	-	-
Alta	0,1173	0,0093	0,1005	0,0028	0,1185	0,0065

Painel (b): Testes de Média e Variância dos Desvios-padrões						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	t	F	t	F	t	F
Baixa X Média	1,1498	1,0267	12,5311	1,2779	-	-
	0,1251	0,2107	0,0000*	0,0000*	-	-
Média X Alta	-1,0884	0,5819	4,5312	2,2042	-	-
	0,1381	0,0000*	0,0000*	0,0000*	-	-
Baixa X Alta	0,1352	0,5975	10,1573	2,8169	-7,7292	0,8442
	0,4462	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
ANOVA	0,9533		99,8506		59,742	
	0,3854		0,0000*		0,0000*	

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

Por outro lado, quando o IGOV8 foi empregado como medida de boas práticas de governança, a média de desvio-padrão das empresas classificadas como alta governança foi menor que a média das empresas com média governança, que por sua vez, foi menor que a média das empresas com baixa governança. Além disso, os testes *t*, *F* e ANOVA, estatisticamente significativos em todas as comparações, mostraram que a média de desvio-padrão das empresas classificadas com qualidade alta de governança foi menor que as demais. Isto é, quando a governança é medida pelo IGOV8 rejeita-se a hipótese nula de que não existem diferenças significativas, no que concerne ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa, com as empresas com boas práticas de governança apresentando na média, risco menor que as demais. Esse resultado coaduna os estudos de Cordeiro (2022), McConnell e Qi (2016), Milani et al. (2012), Rocha et al. (2017), Rogers et al. (2005) e Silva et al. (2012); que também observaram um risco menor nas ações de empresas com boa qualidade de governança.

A relação entre a qualidade da governança corporativa, avaliada principalmente através do IGOV8, e o risco das ações sugere um papel crucial da governança na mitigação do risco e na proteção dos interesses dos investidores, conforme delineado pela teoria da agência (Dang & Nguyen, 2024).

A Tabela 5, por sua vez, expõe os resultados das análises concernentes aos retornos ajustados ao risco, analisado aqui pelo índice de Treynor, que mede a relação entre o retorno do ativo e o risco sistêmico (beta). Observou-se significância estatística em todos os testes *F*, o que indica que as médias são diferentes entre os grupos de classificação da governança. Entretanto, quando se analisa essas médias, observa-se que, com exceção da comparação entre alta e baixa governança, medida por meio do NDGC, as médias de índices de Treynor das empresas classificadas com alta qualidade da governança não são necessariamente superiores às médias das empresas classificadas com baixa governança. Mesmo a comparação entre as médias das empresas agrupadas conforme o NDGC, não foram estatisticamente significativas pelo teste *t*.

Nesse sentido, não é possível rejeitar a hipótese nula, que afirma que não existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno em relação ao risco entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa, isto é, as empresas com boas práticas de governança corporativa não necessariamente apresentam retorno ajustado ao risco superior às demais. Tal resultado é contrário aos achados de Milani et al. (2012) e Rabelo et al. (2007), que apuraram retornos ajustados ao risco superiores em empresas com uma boa qualidade de governança corporativa.

Tabela 5 - Resultado dos testes de média e variância para os índices de Treynor

Painel (a): Média e Variância dos Índices de Treynor						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	-0,0273	0,2391	-0,0162	0,5897	-0,1203	8,3331
Média	0,1729	94,2980	0,1128	84,2203	-	-
Alta	-0,1162	7,5969	-0,0261	0,5113	0,1164	71,2102

Painel (b): Testes de Média e Variância dos Índices de Treynor						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	t	F	t	F	t	F
Baixa X Média	-0,9704	0,0025	-0,8478	0,0070	-	-
	0,1659	0,0000*	0,1983	0,0000*	-	-
Média X Alta	1,8131	12,4126	-0,8478	164,7300	-	-
	0,0349*	0,0000*	0,1983	0,0000*	-	-
Baixa X Alta	1,5058	0,0315	0,3514	1,1535	-1,4539	0,1170
	0,0661	0,0000*	0,3627	0,0040*	0,0730	0,0000*
ANOVA	2,1342		0,4612		2,1138	
	0,1184		0,6305		0,1460	

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

A respeito do indicador de liquidez de mercado analisado, a Tabela 6 apresenta os resultados dos testes *t*, *F* e ANOVA, bem como as médias e variâncias do volume negociado. Com exceção das empresas classificadas de acordo com a *dummy* NDGC, as médias de volume foram maiores nas empresas classificadas com boa governança em detrimento daquelas classificadas com média e baixa governança corporativa. Os testes de diferença de médias e variâncias realizados para o volume negociado apresentaram significância estatística em todos os casos analisados, à exceção observada no teste *t* para média x alta governança, classificados pelo IGOV.

Assim, quando o IGOV e o IGOV8 foram utilizados para a aferição da qualidade da governança corporativa das empresas analisadas, foi possível rejeitar a hipótese nula, de que não existem diferenças significativas, no que concerne à liquidez de mercado, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa. Dessa forma, as empresas mais bem governadas tendem a apresentar liquidez superior àquelas com baixa e média qualidade de governança corporativa. Esses achados demonstram a importância da governança para a análise da liquidez de mercado das empresas brasileiras, e corroboram os resultados de Camargos e Barbosa (2010) e Rogers et al. (2005); vão também de encontro ao estudo de Silva et al. (2016).

Tabela 6 - Resultado dos testes de média e variância para o volume negociado

Painel (a): Média e Variância do Volume Negociado						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	7,6E+08	9,3E+18	8,5E+08	8,3E+18	1,8E+09	3,0E+19
Média	1,1E+09	1,1E+19	1,1E+09	9,3E+18	-	-
Alta	1,2E+09	2,4E+18	2,0E+09	5,1E+18	9,4E+08	4,4E+18

Painel (b): Testes de Média e Variância do Volume Negociado						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	t	F	t	F	t	F
Baixa X Média	-4,9263	0,8165	-4,4168	0,8850	-	-
	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	-	-
Média X Alta	-0,5912	4,6609	-8,6083	1,8373	-	-
	0,2772	0,0000*	0,0000*	0,0000*	-	-
Baixa X Alta	-7,0271	3,8056	-11,1647	1,6260	14,132	6,807
	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*

ANOVA	16,6873	53,9135	199,719
	0,0000*	0,0000*	0,0000*

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

De acordo com a teoria da agência, a presença de práticas robustas de governança tende a alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, incentivando uma gestão mais eficiente e transparente. Isso pode resultar em uma gestão mais eficaz dos recursos da empresa, maior transparência nas informações divulgadas ao mercado e, consequentemente, uma maior atratividade para os investidores, o que se traduz em uma liquidez mais elevada das ações (Dang & Nguyen, 2024).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre a governança corporativa e o desempenho das ações, nas dimensões retorno, risco e liquidez, das empresas brasileiras de capital aberto, com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. Para a análise, foram utilizados dois índices de governança corporativa, o IGOV e o IGOV8, que visam representar os mecanismos de governança os quais, segundo a literatura, podem minimizar os conflitos de agência.

Além disso, foi considerada uma variável *dummy*, formada pela inclusão ou não das empresas da amostra nos NDGC da B3, atribuindo-se valor 1 quando a empresa era listada em algum dos níveis de governança e valor 0 quando listada no mercado tradicional. Especificamente, foi avaliado o comportamento do retorno, do risco (Desvio-Padrão), da relação risco x retorno (Índice de Traynor) e da liquidez das ações (Volume de negociação) de empresas listadas na B3. As empresas foram combinadas em três grupos, de acordo com a qualidade das práticas de governança, em baixa, média e alta governança; e as médias dos indicadores financeiros das ações foram comparadas grupo a grupo via testes de comparação de médias e variâncias obtidos por meio das metodologias estatísticas teste *t*, teste *F* e ANOVA.

Obteve-se mais resultados estatisticamente significativos quando a governança corporativa foi analisada por meio do IGOV8. Por esse indicador, mostrou-se que a qualidade da governança corporativa parece ter algum impacto positivo sobre os retornos, haja vista que o grupo de empresas classificadas como alta governança apresentam média de retorno superior àquelas classificadas como média e baixa governança. Os resultados sugerem também que empresas com boa governança podem reduzir o risco e aumentar a liquidez de suas ações. Outro ponto que pode ter influenciado esse resultado é o fato do IGOV8 incluir empresas industriais que, pela natureza de suas operações, adotam e praticam com maior rigor a governança corporativa, gerando mais confiabilidade e credibilidade no mercado. Pelo IGOV, índice principal deste trabalho, obteve-se resultados semelhantes aos do IGOV8 em grande parte das análises. A *dummy* formada pelo NDGC por outro lado, apresentou resultados discrepantes tanto para com os índices de governança utilizados neste trabalho, quanto com a literatura.

Os resultados obtidos nesta pesquisa fornecem *insights* importantes sobre como os níveis elevados de governança corporativa influenciam o desempenho das ações em empresas brasileiras em comparação com aquelas que adotam níveis mais baixos de governança. Por meio da análise dos indicadores de retorno, risco e liquidez, observou-se que as empresas classificadas como alta governança tendem a apresentar um desempenho superior em relação às empresas com governança de média ou baixa qualidade. Especificamente, a qualidade da governança, especialmente quando avaliada pelo índice IGOV8, demonstrou impactar positivamente os retornos das empresas, reduzir o risco associado às suas ações e aumentar a liquidez do mercado. Esses resultados estão em consonância com a teoria da agência, que postula que práticas robustas de governança corporativa podem ajudar a alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, promovendo assim uma gestão mais eficiente e transparente, o que por sua vez impulsiona o desempenho das empresas.

Esses achados são relevantes tanto para as empresas quanto para os investidores. Para as empresas, destacam a importância de adotar e manter práticas sólidas de governança corporativa, não apenas para cumprir com as regulamentações do mercado, mas também para garantir um desempenho financeiro robusto e sustentável. Para os investidores, esses resultados fornecem uma valiosa orientação ao tomar decisões de investimento, destacando a importância de considerar a qualidade da governança corporativa ao avaliar o potencial de retorno e risco de uma empresa. Além disso, os resultados ressaltam a relevância do índice IGOV8 como uma ferramenta abrangente e precisa para avaliar a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras, fornecendo assim informações importantes para investidores e outras partes interessadas no mercado financeiro. É importante destacar que os resultados obtidos sugerem que a forma de mensurar a governança corporativa tem uma forte influência nos achados desta pesquisa; um exemplo é que em algumas análises, há um possível impacto da governança nos retornos de ações e, em outras ocasiões, há ausência desse efeito. Esse mesmo fenômeno pode ter ocorrido em outros trabalhos, o que justificaria a discrepância dos resultados presentes na literatura. Esta pode ser considerada por um lado, uma limitação do presente estudo. Ademais, a relação entre as variáveis pode ser influenciada por fatores específicos do país ou do setor em questão. Como isso, sugere-se para pesquisas futuras, mais análises sobre o tema, empregando os índices propostos aqui, principalmente o IGOV8, bem como o exame de setores específicos da economia.

REFERÊNCIAS

- Abdullah, H., & Tursoy, T. (2023). The effect of corporate governance on financial performance: evidence from a shareholder-oriented system. *Iranian Journal of Management Studies*, 16(1), 79-95.
- Alberto, J. G. C., & Martins, H. C. (2020). Efeito da Governança Corporativa nos Retornos das Ações em Decorrência do Anúncio da Recompra. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 23(3), 294-308.
- Al-Najjar, B., & Al-Najjar, D. (2017). The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(21), 411-423.
- Bataineh, H. A., Ullah, M., & Wali, S. S. (2021). The nexus of corporate governance and financial performance: evidence from London Stock Exchange. *International Journal for Scientific Research & Development*, 8(11), 21-26.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2010). A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa descia o acionista e aumenta a liquidez acionária? *REGE. Revista de Gestão*, 17(2), 189.
- Carvalho-da-Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1-18.
- Cordeiro, V. A. (2022). *Impacto dos níveis diferenciados de governança corporativa na percepção de risco e volatilidade das ações listadas na B3*. Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Federal de Uberlândia.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63.
- Dang, V. C., & Nguyen, Q. K. (2024). Internal corporate governance and stock price crash risk: Evidence from Vietnam. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 14(1), 24-41.
- Espejo, R. A., & Clemente, A. (2017). Os níveis de governança corporativa enquanto fatores redutores de risco na crise financeira de 2008. *Revista de Contabilidade Do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 21(2), 34-51.
- Florencio, W., Batista, F. F., & Reis, C. Q. (2020). Governança corporativa e desempenho das ações de empresas do setor comercial em ambiente de crise econômica. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 19(e2977), 1-16.
- Ganz, A., Schlote, J. O., & Rodrigues Junior, M. M. (2020). Modelos de precificação de ativos financeiros e governança corporativa. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 21(2).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Katmon, N., & Farooque, O. A. (2017). Exploring the impact of internal corporate governance on the relation between disclosure quality and earnings management in the UK listed companies. *Journal of Business Ethics*, 142(2), 345-367.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Larson, R., & Farber, B. (2015). *Estatística Aplicada*. (6th ed.). Pearson Education do Brasil.
- Li, J., Nan, L., & Zhao, R. (2018). Corporate governance roles of information quality and corporate takeovers. *Review of Accounting Studies*, 23(3), 1207-1240.
- Lopes, I. F., Beuren, I. M., & Vicente, E. F. R. (2021). Associação da Evidenciação do Gerenciamento de Riscos com Governança Corporativa e Desempenho em Empresas com ADRs. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 9(1), 5-21.
- Machado, M. R. R., Machado, L. S., Souza, E. S., & de Oliveira, J. J. (2012). Aderência às normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(15), 3-22.
- Maug, E. (1998). Large Shareholders as Monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *The Journal of Finance*, 53(1), 65-98.
- McConnell, J. J., & Qi, Q. (2016). Just Talk? CEO Succession Plan Disclosure, Corporate Governance, and Firm Value. *Corporate Governance and Firm Value*.
- Milani, B., Righi, M. B., Ceretta, P. S., & Dias, V. V. (2012). Práticas de Sustentabilidade, Governança Corporativa e Responsabilidade Social afetam o risco e o retorno dos investimentos?. *Revista de Administração da UFSM*, 5(spe), 667-682.
- Nascimento, A. M., Bianchi, M., & Terra, P. R. S. (2006). A Controladoria como um mecanismo interno de GC: evidência de uma survey comparativa entre empresas de capital brasileiro e norte-americano. In *XXIX Encontro da Anpad*, Salvador. Anais do XXIX EnAnpad.
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 278-297.
- Owala, A. (2010). *Corporate governance and stock returns: Evidence from the S&P 500*. Master's Thesis in Accounting and Finance, University of Vaasa.
- Puni, A., & Anlesinya, A. (2020). Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. *International Journal of Law and Management*, 62(2), 147-169.
- Rabelo, S. S. T., Rogers, P., Ribeiro, K. C. S., & Securato, J. R. (2007). Análise comparativa de carteiras com práticas de governança corporativa inferiores e superiores. *REGE Revista de Gestão*, 14(esp.), 1-16.

- Ribeiro, J. E., & Souza, A. A. (2022). 20 Anos de Governança Corporativa no Brasil. *Revista de Administração Unimep*, 19(13), 156-180.
- Ribeiro, J. E., & Souza, A. A. D. (2023a). Índice de governança corporativa e desempenho de mercado: evidências no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34(92), e1756.
- Ribeiro, J. E., & de Souza, A. A. (2023b). A Governança Corporativa afeta a Estrutura de Capital? Evidências das Empresas Listadas na Brasil Bolsa Balcão no Período 2010-2020. *Revista Universo Contábil*, 18, 1-22.
- Rocha, G. A. P., Contani, E. A., & Reco, T. L. S. (2017). Governança corporativa e desempenho das ações de empresas do setor de consumo e varejo. *Contextus: Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 15(3), 230-252.
- Rogers, P., Ribeiro, K. C. S., & Sousa, A. F. (2005). Comparações múltiplas das carteiras de bolsa no Brasil: avaliação da performance do índice de governança corporativa. *REGE Revista de Gestão*, 12(4), 55-72.
- Rogers, P., Securato, J. R., & Ribeiro, K. C. S. (2008). Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, 15(1), 61-77.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, J. P., Bonfim, M. P., Noriller, R. M., & Berner, C. V. (2017). Mechanisms of corporate governance and performance: Analysis of public companies listed in BM&FBOVESPA. *Race: Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 16(3), 1161-1184.
- Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., & Pimenta, T. Jr. (2012). O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA sobre o risco e o retorno de suas ações. *Revista de Administração da UFSM*, 5(2), 222-242.
- Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., Martins, V. A., & Barossi, M. F. (2016). Os níveis de governança corporativa da BM&F BOVESPA aumentam a liquidez das ações? *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 13(3), 248-263.
- Silveira, A. D. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo.
- Uchiyama, L. H. S. (2022). *Análise da relevância do segmento "Novo Mercado" no desempenho das ações do setor de energia elétrica no Brasil*. (Unpublished bachelor's thesis). Universidade Federal de Santa Catarina.