



Editor Responsável: Rodrigo de Souza Gonçalves
Andrea de Oliveira Gonçalves
Editor Associado: Vitor Leone
Processo de Avaliação: Double Blind Review pelo SEER/OJS

Impacto da Governança Corporativa no Desempenho Financeiro: Evidências no Mercado Acionário Brasileiro

RESUMO

Objetivo: Examinar o impacto da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas brasileiras com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão (B3) entre os anos de 2010 e 2020.

Método: Utilizando-se dados anuais de uma amostra de 118 empresas não financeiras, estimou-se regressões com dados em painel e abordagem de variáveis instrumentais, empregando como métrica da qualidade da governança corporativa, dois índices que consideraram os mecanismos apontados pela literatura como eficientes na redução dos problemas de agência, bem como a listagem das empresas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3. Como medidas de desempenho financeiro, foi empregado o Retorno sobre o Patrimônio (ROE), o Retorno sobre Ativos (ROA) e o Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA).

Originalidade/Relevância: Os índices da qualidade da governança sugeridos, principalmente o IGOV8, que apresentou significância estatística em todos os modelos estimados, tem obtenção mais simples do que os índices de governança sugeridos anteriormente na literatura, uma vez que carece de menos variáveis (*inputs*).

Resultados: Os resultados indicaram que, no Brasil, as empresas com melhor qualidade de governança corporativa tendem a apresentar desempenho financeiro estatisticamente superior às empresas com qualidade inferior.

Contribuições Teóricas/Metodológicas: Além de contribuir com a academia ao fornecer *insights* sobre a importância da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas brasileiras, este trabalho pode auxiliar administradores e investidores. Os índices de governança corporativa propostos, em especial o IGOV8, podem tornar mais fácil para as empresas avaliarem sua própria governança e assim, identificar áreas para melhorias. Ademais, os investidores podem usar essas ferramentas para avaliar as empresas em que estão investindo ou pretendem investir.

Palavras-chave: Índices de governança, Teoria da Agência, Desempenho financeiro.

How to Cite (APA)

Ribeiro, J. E. & Souza, A. A. (2023). Impacto da Governança Corporativa no Desempenho Financeiro: Evidências no Mercado Acionário Brasileiro. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 26 (1), 63-91. <http://dx.doi.org/10.51341/cgg.v26i1.3021>

João Eduardo Ribeiro

Universidade Federal de Minas Gerais, MG, Brasil
joaoeduardoribeiro@ufmg.br

Antônio Artur de Souza

Universidade Federal de Minas Gerais, MG, Brasil
artur@face.ufmg.br

Recebido: Janeiro 18, 2023

Revisado: Junho 01, 2023

Aceito: Junho 07, 2023

Publicado: Julho 31, 2023



1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa desempenha um papel importante na prevenção de fraudes contábeis, sendo fundamental para aumentar a confiança do mercado e atrair investidores para as empresas, uma vez que tende a elevar os princípios éticos nos negócios (Alnajjar, 2021; Freire et al., 2022; Ribeiro, 2014). Nas últimas décadas, inúmeros estudos têm sido elaborados com intuito de investigar a associação de melhores práticas de governança sobre diversos aspectos das empresas, como o valor de mercado (Ana et al., 2021; Demsetz & Villalonga, 2001; Pinheiro et al., 2019), a estrutura de capital (Grossman & Hart, 1982; Javaid et al., 2021), o desempenho financeiro (Antwi et al., 2021; Hermalin & Weisbach, 1991), dentre outros.

No Brasil, a relação entre a governança corporativa e o desempenho financeiro das empresas tem sido um tema amplamente debatido na área de finanças, entretanto, os trabalhos desenvolvidos não têm alcançado resultados uníssonos. Catapan et al. (2013), Kimura et al. (2012), Machado et al. (2020) e Silveira (2004), por exemplo, evidenciaram um efeito positivo das melhores práticas de governança corporativa sobre o desempenho financeiro das empresas. Por outro lado, estudos como os de Lopes et al. (2021), Tavares e Penedo (2018), Vieira et al. (2011) e Vilhena e Camargos (2015) chegaram a conclusões contrárias.

Em virtude dessa dissonância dos achados anteriores a respeito do tema, bem como a importância da governança corporativa para as empresas e investidores que, na perspectiva de Silveira et al. (2003), tem por intuito aumentar a probabilidade de os fornecedores de recursos (credores e investidores) obterem retorno sobre seu investimento, questiona-se: Quais os impactos da qualidade da governança corporativa sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras? Para responder essa questão, este estudo tem por objetivo examinar o impacto da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas brasileiras com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão (B3) entre os anos de 2010 e 2020.

Espera-se que a qualidade da governança corporativa afete positivamente o desempenho das empresas analisadas, haja vista que o desempenho é um dos principais aspectos considerados pelos os *stakeholders* na avaliação do sucesso ou fracasso das empresas. Assim, ao estudar um dos fatores que podem afetar o desempenho, este estudo contribui não só com a literatura empírica sobre governança, mas também com investidores, gestores e demais interessados na performance das companhias.

Ribeiro e Souza (2022) apontam que grande parte dos estudos empíricos nacionais empregam os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 (NDGC) com métrica da qualidade da governança corporativa no Brasil, isto é, as empresas listadas nos segmentos especiais da B3 – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – são entendidas como empresas com boa qualidade de governança, em detrimento às empresas listadas no mercado tradicional. Este estudo, além de utilizar a *proxy* apontada por Ribeiro e Souza (2022), propõe também um índice de qualidade da governança (IGOV) composto por dez questões objetivas apontadas pela literatura como capazes de reduzir os conflitos de agência. Ademais, inspirados em estudos anteriores como os de Correia et al. (2011), Santos (2018) e Silveira (2004), que demonstraram que no Brasil, os mecanismos divulgação e transparência e incentivos aos administradores são mais importantes para a qualidade da governança do que as características relacionadas a estrutura de propriedade e ao conselho de administração, testou-se em adição, um índice alternativo (IGOV8).

A construção desses índices tem por intuito buscar alternativas de mensuração da governança corporativa, que sejam mais simples de se obter do que os anteriormente sugeridos pela literatura e, mais amplos e eficientes que os NDGC da B3, haja vista que Ribeiro e Souza (2022) apontam que os estudos empíricos nacionais dão preferência a utilização dos NDGC por serem menos dispendiosos que os indicadores propostos. Dado a discrepância dos resultados dos estudos anteriores, bem como a importância do tema para empresas, investidores e

reguladores, é importante que a academia proponha alternativas de avaliação da qualidade da governança a fim de enriquecer o debate acerca do tema.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Não há um conceito plenamente estabelecido acerca da governança corporativa. Consoante Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa é estruturada mediante instrumentos que aumentem a probabilidade dos investidores e credores aferirem retorno sobre seu capital. Para Aman e Nguyen (2013), a governança é o conjunto de leis, regras e procedimentos que influenciam as decisões dos gestores e, por conseguinte, as operações da empresa.

Algumas definições de governança enfatizam os potenciais conflitos de interesse entre *insiders* (gerentes, conselheiros e acionistas majoritários) e *outsiders* (acionistas minoritários e credores) da empresa (El-Deeb et al, 2022; Fatma & Chouaibi, 2021; Trambacos et al., 2021). Jensen (2001) aponta que os indivíduos racionais procuram atingir seus próprios objetivos e por esse motivo, carecem sempre de incentivos para reduzir ou controlar os conflitos de interesse. Essa é a hipótese central da teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976). Nesse contexto, a governança corporativa é entendida como o conjunto de mecanismos internos e externos com capacidade de equilibrar esses conflitos de interesse, isto é, eficientes na redução dos conflitos de agência.

O efeito que esse conjunto de boas práticas de governança corporativa exerce sobre a performance das empresas tem sido estudada com amparo desses mecanismos, como a estrutura do conselho de administração (Aman & Nguyen, 2013; Tanaka, 2014; Yermack, 1996); a estrutura de propriedade e de controle (Peixoto & Buccini, 2013; Shleifer & Vishny, 1997; Viana Júnior et al., 2020); a divulgação voluntária de informações (Luz et al., 2006); os incentivos aos administradores (Beuren et al., 2020; Fama, 1980; Hall & Liebman, 1998); a transparência das informações publicadas (Leuz et al., 2003); dentre outros.

Diferentes estudos nacionais também têm se debruçado sobre o tema. Silveira (2004), por exemplo, avaliou a relação entre governança corporativa, valor de mercado e rentabilidade das empresas brasileiras de capital aberto. Para isso, o autor construiu um índice de governança com dados de 161 companhias com ações negociadas pela B3 entre os anos de 1998 a 2002 e, empregou o lucro operacional e o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA), como métricas de desempenho financeiro. Os resultados evidenciaram uma associação positiva, embora com significância estatística apenas no caso da variável LAJIDA entre a qualidade da governança e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. O autor sugere, portanto, que empresas com melhores práticas de governança tendem a apresentar melhor desempenho financeiro.

Nesse seguimento, Kimura et al. (2012) analisaram o impacto de variáveis associadas à governança corporativa na lucratividade de empresas. Os autores empregaram uma análise de regressão linear múltipla em uma amostra de 17.493 empresas de 38 países, incluindo o Brasil. Os resultados da pesquisa sugerem que as variáveis relacionadas à governança podem afetar positivamente a lucratividade, entre outras características das empresas. Por sua vez, Catapan et al. (2013) verificaram o efeito da governança corporativa no desempenho financeiro e de mercado das companhias brasileiras negociadas pela B3. Os autores empregaram o índice de governança corporativa de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), bem como a rentabilidade sobre os ativos (ROA) e o EBITDA (LAJIDA) como medidas de desempenho financeiro em uma amostra de 111 empresas negociadas entre 2008 e 2010. Apesar de não significativos estatisticamente, os resultados mostraram uma relação positiva do índice de governança corporativa sobre o desempenho financeiro e de mercado das empresas analisadas. Posteriormente, Machado et al. (2020) empregaram modelagem de equações estruturais e mostraram que a governança corporativa pode impactar positivamente o desempenho financeiro das empresas analisadas.

Por outro lado, Vieira et al. (2011) avaliaram o impacto da adoção de melhores práticas de governança corporativa no desempenho financeiro e na estrutura de capital das empresas brasileiras. Para tal, os autores contaram com uma amostra de 84 empresas com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2001 e 2006 e listadas nos segmentos de governança (NDGC) Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A análise foi realizada por meio de regressão com dados em painel e evidenciou uma relação negativa entre a governança corporativa e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Em estudo similar, Vilhena e Camargos (2015) empregaram seis modelos com dados em painel em uma amostra de 1.848 observações de 66 empresas negociadas entre 2005 e 2011 e, expuseram que as empresas que aderiram a práticas diferenciadas de governança corporativa apresentaram desempenho financeiro pior as demais, isto é, foi observada uma relação negativa entre os NDGC e o ROE, o lucro líquido e o EBIT.

Tavares e Penedo (2018) analisaram a relação entre a governança corporativa e o desempenho financeiro das empresas brasileiras utilizando dados de 2001 a 2015 e, empregando como métrica de governança os NDGC. Os resultados evidenciaram que a adesão aos níveis de governança corporativa não apresentou relação positiva com nenhuma variável de desempenho analisada (ROA, ROE, EBTIDA/AT, EBTIDA/PL e Q de Tobin). Recentemente, Lopes et al. (2021) examinaram a associação entre a qualidade da governança corporativa, a evidenciação do gerenciamento de riscos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras emissoras de *American Depositary Receipts* (ADRs). Os resultados sugeriram uma associação negativa entre governança e desempenho.

Com base nessas constatações, observa-se que os resultados relativos à relação entre governança corporativa e o desempenho financeiro das empresas não fornecem conclusões unânimes. Nesse sentido, é importante que mais pesquisas sejam realizadas para preencher essa lacuna na literatura, dada a relevância do assunto. Para tanto, elaborou-se neste trabalho a seguinte hipótese de estudo:

Hipótese: A qualidade da governança corporativa impacta positivamente o desempenho financeiro das empresas.

3 MÉTODO

3.1 Amostra e Variáveis do Estudo

A população objeto deste estudo são todas as companhias com ações negociadas pela bolsa brasileira no período analisado. No que concerne à amostra, esta foi obtida mediante a exclusão das empresas: com registro cancelado, do setor financeiro, que apresentaram índice de negociabilidade menor ou igual a 0,001 e, com patrimônio líquido negativo. Após todos estes procedimentos sustentados na literatura sobre o tema (Santos, 2018; Silveira, 2004; Vilhena & Camargos, 2015) a amostra do estudo foi composta por 118 empresas. Os dados econômico-financeiros necessários às análises foram coletados por meio da plataforma Economatica® e, os dados para a criação dos índices de governança, obtidos via documentos de apresentação obrigatória à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), públicos e disponíveis no site da CVM e das próprias empresas. As Tabelas 1 e 2 detalham esses dados e suas respectivas fontes de coleta.

Uma vez que a governança é um fenômeno que não pode ser diretamente observado, há a necessidade de estudá-la por meio dos seus mecanismos, índices globais e/ou através de *proxies*. Desse modo, optou-se pela construção de um índice de qualidade da governança corporativa (IGOV) formado por meio da soma das respostas de 10 perguntas binárias objetivas, em que, para cada resposta positiva adicionou-se um ponto ao índice. Assim, o IGOV teve valor expresso entre 0 e 10 e a elaboração das perguntas considerou os mecanismos Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*.

As variáveis que englobam tais mecanismos e compõem o IGOV foram escolhidas em conformidade com as recomendações constantes dos códigos de melhores práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), bem como na literatura acerca da teoria da agência externados por Al-Najjar e Al-Najjar (2017), Carvalhalda-Silva e Leal (2005), Jensen (2001) e Silveira (2004). Foi testado também uma variação do índice principal, o IGOV8, a fim de oferecer uma alternativa de mensuração das melhores práticas de governança corporativa no Brasil. O IGOV8 é obtido por meio da soma das respostas das 7 perguntas que compreendem os mecanismos Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*, mais a variável representando o setor de atuação (+1 ponto para empresas industriais). Assim, o IGOV8 tem valor expresso entre 0 e 8 e sua obtenção é mais simples do que o IGOV, uma vez que carece de menos variáveis (*inputs*). A criação do IGOV8 se deu inspirada nos trabalhos de Correia et al. (2011), Santos (2018), Silveira (2004) e Silveira e Barros (2008).

Silveira (2004) sugere que setores de atividades mais regulamentadas, como o industrial, podem influenciar a qualidade da governança corporativa dessas empresas ao serem obrigadas a se adequarem a melhores práticas de governança. Além disso, Correia et al. (2011), Santos (2018) e Silveira (2004) apontam que, no contexto brasileiro, a divulgação e a transparência de informações são mais eficientes em aferir a qualidade da governança corporativa do que a estrutura de propriedade e controle e a estrutura do conselho de administração.

Cabe ressaltar que os indicadores formulados são baseados nas respostas binárias de aderência ou não-aderência aos mecanismos de governança, ou seja, a soma das pontuações binárias considera a presença ou ausência de um atributo de governança e portanto, quanto maior a pontuação, mais bem governada a empresa é considerada. Na Tabela 1 são expostas as

variáveis que compõem os índices de governança analisados, suas definições, o mecanismo de governança as quais estão relacionadas e a fonte de coleta dos dados.

Tabela 1

Variáveis que compõem os índices de governança

Variáveis	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 <i>free-float</i> ?	FR
Divulgação e Transparência	(4) A empresa publica fatos relevantes e comunicados ao mercado?	RI e CVM
	(5) A empresa tem declarações de dividendos disponibilizadas aos acionistas?	FR e CVM
Incentivos aos Administradores	(6) Os administradores têm participação nos lucros?	FR
	(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?	B3
	(10) A companhia é emissora de ADRs?	JPMorgan
Setor	(11) A empresa é do setor de indústria?	Economática®

Nota: Formulários de Referência (FR); Relações com Investidores (RI); Portal *J.P. Morgan Asset Management* (JPMorgan).

Ribeiro e Souza (2022) apontam que a maior parte dos estudos empíricos sobre governança corporativa no Brasil empregam como medida de governança a listagem das empresas nos NDGC da B3. À vista disso, foi acrescentada nas análises a *proxy* NDGC, uma variável *dummy* que recebeu valor 1, quando a empresa em questão era listada em algum dos níveis de governança da B3 e 0 quando era listada no mercado tradicional.

Por seu turno, o desempenho financeiro das empresas, variável dependente nos modelos, foi analisado por meio das métricas Rentabilidade dos Ativos (ROA), Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) e Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA). Além das variáveis dependentes, foram empregadas algumas variáveis de controle, como o Tamanho da Empresa (TAM), o Endividamento (END), o Índice de Liquidez Corrente (ILC), o Crescimento (CRES), a Margem Líquida (ML) e o Grau de Alavancagem Financeira (GAF).

A escolha desses indicadores se deu inspirado na literatura empírica sobre o tema (ver Catapan et al. (2013), Correia et al. (2011), Lopes et al. (2021), Silveira (2004), Santos (2018), Vieira et al. (2011) e Vilhena e Camargos (2015), por exemplo). Na Tabela 2 são apresentadas as variáveis dependentes, independentes e de controle, assim como suas fórmulas de cálculo.

Tabela 2

Variáveis do estudo

Variáveis		Fórmulas de Cálculo
Dependentes	ROE	Lucro Líquido/Patrimônio Líquido
	ROA	Lucro Líquido/Ativo Total
	LAJIDA	EBITDA/Ativo Total
Independentes	IGOV	Soma das Perguntas 1 a 10
	IGOV8	Soma das Perguntas 4 a 11
	NDGC	Dummy: 0 para mercado tradicional, 1 para NDGC
Controle	TAM	Ln (Ativo Total)
	END	(Passivo Circulante + Ativo Circulante)/Ativo Total
	ILC	Ativo Circulante/Passivo Circulante
	CRES	$(Vendas_t - Vendas_{t-1})/Vendas_{t-1}$
	ML	Lucro Líquido/Receita Líquida
	GAF	Ativo Total/Patimônio Líquido

3.2 Modelos Estatísticos

Os estudos empíricos acerca da governança corporativa podem ser suscetíveis a problemas econométricos que, quando não ponderados, podem induzir interpretações equivocadas dos resultados (Caixe & Krauter, 2014). O principal problema relatado pela literatura diz respeito a endogeneidade dos indicadores de governança que, pode ser causado pela simultaneidade (ou causalidade reversa), omissão de variáveis e, o efeito *feedback* (Börsch-Supan & Köke, 2002; Caixe & Krauter, 2014).

Caixe e Krauter (2014) ressalta que a utilização de variáveis de controle, assim como a estimação de regressões por meio de dados em painel de efeitos fixos ou efeitos aleatórios, como nos estudos de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e Santos (2018), representam formas de reduzir esses problemas, principalmente em relação a omissão de variáveis. Entretanto, Wooldridge (2010) destaca que um dos pressupostos dos modelos de dados em painel é a de

exogeneidade estrita, isto é, caso o índice de governança corporativa empregado no estudo seja de natureza endógena, a estimação por dados em painel se torna espúria.

Assim sendo, para verificar a relação entre a governança corporativa e o desempenho financeiro das empresas, foram estimados modelos de regressão via método de dados em painel, que considera as *proxies* de governança corporativa como variáveis exógenas e; modelos de regressão por meio da abordagem de variáveis instrumentais (IV), que considera as *proxies* de governança corporativa como variáveis endógenas. A combinação formada por estes dois métodos de estimação, juntamente com as três *proxies* de governança e as três métricas de desempenho financeiro resultaram na estimação de dezoito regressões distintas, gerando dessa forma, resultados mais robustos. As especificações gerais dos modelos utilizados são descritas na Equação 1.

$$DF_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}GC_{it} + \beta_{2it}TAM_{it} + \beta_{3it}END_{it} + \beta_{4it}ILC_{it} + \\ + \beta_{5it}CRES_{it} + \beta_{6it}ML_{it} + \beta_{7it}GAF_{it} + e_{it} \quad (1)$$

Em que: DF_{it} representa as variáveis dependentes e refere-se ao desempenho financeiro das empresas (ROE, ROA e LAJIDA); GC_{it} são as variáveis independentes que representam a qualidade da governança corporativa (IGOV, IGOV8 e NDGC); TAM, END, ILC, CRES, ML e GAF são as demais variáveis independentes (controle) do modelo; β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 e β_7 , referem-se aos coeficientes correspondentes a cada uma das variáveis explicativas do modelo e; e_{it} refere-se ao erro idiossincrático, uma vez que varia aleatoriamente para todas as empresas e períodos.

As regressões via dados em painel podem ser estimadas por modelo *pooled* (dados empilhados), modelo de efeitos aleatórios (RE) e, modelo de efeitos fixos (FE) (Wooldridge, 2010). A identificação do modelo mais adequado aos dados do estudo depende da realização de testes estatísticos. Dessa forma, utilizou-se dos testes de Breusch-Pagan para a comparação

entre o modelo RE e o modelo *pooled*, de Chow para a comparação entre o modelo *pooled* e o modelo FE, tal e qual o teste de Hausman para a comparação entre o modelo FE e RE. Obteve-se, como resultados de tais testes, p-valores < 0,01 em todos as regressões analisadas, o que aponta o modelo FE como o mais adequado aos dados do estudo (Wooldridge, 2010).

Uma vez que os testes supracitados indicaram a estimação do modelo de efeitos fixos como a mais adequada aos dados do estudo, os modelos de regressão por meio de variáveis instrumentais (IV) foi realizada pelo mesmo procedimento (*Instrumental-variables regressions - FE*). A utilização de IV é uma solução para todos os problemas de endogeneidade e para isso, os instrumentos devem ter uma correlação nula com o termo de erro da equação original, embora estejam correlacionadas com as variáveis independentes (Larcker & Rusticus, 2010). Nesse sentido, optou-se como variáveis instrumentais, as defasagens ($t-1$) das variáveis de controle, procedimento utilizado também por Larcker e Rusticus (2010) e O'Connor e Rafferty (2012), por exemplo.

Estimados os modelos, foram realizados os testes de especificação com intuito de verificar se os pressupostos dos mesmos foram cumpridos (normalidade dos resíduos, multicolinearidade, homoscedasticidade e autocorrelação). No que diz respeito à normalidade dos resíduos, o teste de Jarque-Bera rejeitou a hipótese nula de distribuição normal em todos os modelos. Entretanto, pelo teorema do limite central, quando o tamanho da amostra é suficientemente grande, a inferência estatística não é invalidada (Wooldridge, 2010). Por sua vez, os testes de Breusch-Pagan e Breusch-Godfrey indicaram problemas de homocedasticidade e autocorrelação, respectivamente. Como correção, optou-se por estimar as regressões FE com Erros padrão robustos (HAC), procedimento desenvolvido por Newey e West (1987) como uma solução única para os dois problemas. As regressões IV, por seu tempo, foram estimadas pelo procedimento *vce (robust)*.

Por fim, o teste de multicolinearidade foi realizado por meio dos valores do fator de inflação da variância (FIV) para as variáveis do estudo. O maior valor de FIV foi observado na variável IGOV8 (3,169). De acordo com Wooldridge (2010), assume-se, pela literatura, que valores inferiores a 10 para o FIV, indicam que não há problemas com colinearidade entre as variáveis estudadas. As regressões e os testes executados neste estudo foram estimados via *software* Stata, a partir dos dados anuais de 2010 a 2020, das empresas que integraram a amostra. Os resultados e as discussões dos mesmos são apresentados na próxima seção.

4 RESULTADOS

Na Tabela 3 são exibidas as estatísticas descritivas das variáveis independentes (métricas da qualidade da governança corporativa), enquanto a Tabela 4 exibe os resultados da classificação das empresas no tocante ao seu nível de governança corporativa.

Tabela 3

Resumo das estatísticas descritivas - Métricas da qualidade da governança

Período	IGOV				IGOV8				NDGC			
	Méd.	Mín.	Máx.	D.P.	Méd.	Mín.	Máx.	D.P.	Méd.	Mín.	Máx.	D.P.
2010	5,87	1,00	9,00	1,67	4,19	0,00	7,00	1,29	0,82	0,00	1,00	0,38
2011	6,01	1,00	9,00	1,83	4,34	0,00	7,00	1,39	0,85	0,00	1,00	0,36
2012	6,11	1,00	9,00	1,71	4,41	0,00	7,00	1,32	0,85	0,00	1,00	0,35
2013	6,10	1,00	9,00	1,76	4,40	0,00	7,00	1,33	0,87	0,00	1,00	0,34
2014	6,21	1,00	10,00	1,74	4,46	0,00	7,00	1,30	0,88	0,00	1,00	0,32
2015	6,14	2,00	10,00	1,71	4,39	1,00	7,00	1,28	0,88	0,00	1,00	0,33
2016	6,13	1,00	10,00	1,76	4,38	1,00	7,00	1,32	0,88	0,00	1,00	0,33
2017	6,13	1,00	10,00	1,78	4,33	0,00	7,00	1,47	0,87	0,00	1,00	0,33
2018	6,29	1,00	10,00	1,76	4,44	0,00	8,00	1,48	0,88	0,00	1,00	0,33
2019	6,27	2,00	10,00	1,72	4,40	0,00	8,00	1,47	0,89	0,00	1,00	0,32
2020	6,31	1,00	10,00	1,59	4,45	0,00	7,00	1,33	0,90	0,00	1,00	0,29
Total	6,14	1,00	10,00	1,73	4,38	0,00	8,00	1,36	0,87	0,00	1,00	0,33

As empresas da amostra foram classificadas de acordo com os índices de governança criados neste trabalho em três diferentes grupos. Para o IGOV, o primeiro grupo (Baixa qualidade de governança) foi formado pelas empresas com IGOV entre 0 e 4. O segundo grupo (Média qualidade de governança) foi formado pelas empresas com IGOV entre 5 e 7 e; por fim, o terceiro grupo compreendeu as empresas com IGOV entre 8 e 10 (Alta qualidade de

governança). Da mesma maneira, foi realizada a classificação por meio do IGOV8, em que o primeiro grupo foi composto pelas empresas de Baixa qualidade de governança (IGOV8 de 0 a 3), o segundo grupo foi composto pelas empresas de Média qualidade de governança (IGOV8 de 4 a 5) e, o terceiro grupo, Alta qualidade de governança, formado pelas empresas com IGOV8 entre 6 e 8.

Tabela 4

Classificação da Governança Corporativa

Classificação IGOV											
Baixa Governança				Média Governança				Alta Governança			
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
0,00%	0,73%	1,83%	4,18%	8,13%	21,47%	20,95%	19,05%	15,09%	7,84%	0,73%	
14,87%						61,47%		23,66%			
Classificação IGOV8											
Baixa Governança				Média Governança				Alta Governança			
0	1	2	3	4	5	6	7	8			
0,66%	1,98%	4,47%	16,70%	30,40%	24,91%	15,31%	5,42%	0,15%			
23,81%				55,31%				20,88%			

No que tange os modelos estimados, na Tabela 5 são exibidos os coeficientes das regressões estimadas com a *proxy* IGOV representando a qualidade da governança corporativa (variável independente) e o ROE, o ROA e o LAJIDA como variáveis dependentes, correspondendo ao desempenho financeiro, assim como o coeficiente de determinação (R^2 *within*) para todos os modelos.

Tabela 5

Resultados das Regressões com o IGOV como métrica de Governança

Variáveis	ROE		ROA		LAJIDA	
	FE	IV	FE	IV	FE	IV
Constante	-192,39***	-149,65**	-39,39***	-22,22	-235,62**	2,25
IGOV	1,72	2,11	0,65**	0,84***	9,28***	12,00***
TAM	11,73***	9,59**	2,28**	1,45	13,61*	2,20
END	-0,43***	-0,42***	-0,11***	-0,12***	-0,44	-0,55*
ILC	3,27*	3,55*	0,63	0,76*	-1,69	0,08
CRES	-0,03***	-0,03***	-0,01***	-0,003***	-0,01	-0,002*
ML	0,02***	0,02***	0,01***	0,007***	0,06***	0,07***
GAF	16,85***	-0,32	7,61***	-0,07**	108,68***	-0,69**
R^2 <i>within</i>	0,1285	0,1301	0,2137	0,1691	0,2464	0,1490

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,10$; (ii) Os testes F de todos os modelos FE apresentaram 99% de significância, assim como os testes *Wald Chi-Squared* para os modelos IV.

Por sua vez, as Tabela 6 e 7 expõem os coeficientes das regressões estimadas com o índice IGOV8 e a *proxy* NDGC representando a qualidade da governança corporativa, respectivamente.

Tabela 6

Resultados das Regressões com o IGOV8 como métrica de Governança

Variáveis	ROE		ROA		LAJIDA	
	FE	IV	FE	IV	FE	IV
Constante	-192,69***	-154,28**	-40,09***	-24,27*	-253,84**	-29,94
IGOV8	3,64**	4,13***	1,14***	1,40***	12,87***	16,88***
TAM	11,49***	9,57**	2,28***	1,51*	14,89*	4,16
END	-0,44***	-0,44***	-0,11***	-0,12***	-0,47	-0,58*
ILC	3,34*	3,60**	0,66	0,78*	-1,35	0,44
CRES	-0,03***	-0,03***	-0,01***	-0,003***	-0,01	-0,0008
ML	0,02***	0,02***	0,01***	0,007***	0,06***	0,08***
GAF	15,27**	-0,31	7,20***	-0,06**	105,42***	-0,66**
R ² within	0,1380	0,1418	0,2262	0,1874	0,2531	0,1624

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * p < 0,10, ** p < 0,05, *** p < 0,01; (ii) Os testes F de todos os modelos FE apresentaram 99% de significância, assim como os testes *Wald Chi-Squared* para os modelos IV.

Tabela 7

Resultados das Regressões com o NDGC como métrica de Governança

Variáveis	ROE		ROA		LAJIDA	
	FE	IV	FE	IV	FE	IV
Constante	-203,25***	-160,26***	-42,96***	-25,86*	-302,78**	-67,51
NDGC	3,31	4,13	0,22	0,63	34,33*	40,21***
TAM	12,82***	10,80***	2,71***	1,95**	19,16**	8,83
END	-0,43***	-0,43***	0,11***	-0,12***	-0,47	-0,60*
ILC	3,33*	3,65**	0,66	0,80*	-1,33	0,66
CRES	-0,03***	-0,027***	-0,01***	-0,003***	-0,02***	-0,01*
ML	0,02***	0,018***	0,01***	0,007***	0,07***	0,08***
GAF	18,00***	-0,32	8,07***	-0,07**	114,52***	-0,70**
R ² within	0,1240	0,1233	0,2019	0,1493	0,2289	0,1175

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * p < 0,10, ** p < 0,05, *** p < 0,01; (ii) Os testes F de todos os modelos FE apresentaram 99% de significância, assim como os testes *Wald Chi-Squared* para os modelos IV.

5 DISCUSSÃO

A primeira análise diz respeito às estatísticas descritivas, pelas quais é possível observar que o valor médio do IGOV aumentou de 5,87 em 2010 para 6,31 em 2020 e a média do período foi de 6,14. Ressalta-se as diferenças substanciais na adoção das boas práticas de governança por parte das empresas analisadas, haja vista que o valor mínimo foi de 1 e o máximo de 10,

mostrando que o índice está amplamente distribuído. Por sua vez, para o IGOV8 foi registrada uma média de 4,38 no período analisado, com aumento de 4,19 em 2010 para 4,45 no ano de 2020. Assim como o IGOV, o IGOV8 apresentou uma distribuição extensa do índice, com valor mínimo de 0 e máximo de 8. No tocante a *proxy* NDGC, esta apresentou média de 0,87 no período analisado, com um aumento de 2010 para 2020 (0,08). Por se tratar de uma variável *dummy*, que assume valores de 0 ou 1, a média $> 0,5$ indica que a maioria das empresas da amostra são negociadas nos NDGC da B3.

No que tange a classificação dos indicadores de governança, pelo IGOV, 14,87% das empresas foram classificadas como Baixa qualidade de governança, 61,47% como Média qualidade e 23,66% como Alta qualidade. No tocante à qualidade da governança corporativa pelo IGOV8, 23,81% das empresas foram classificadas como Baixa qualidade, 55,31% foram classificadas como Média qualidade e 20,88% foram classificadas como Alta qualidade. Independentemente do indicador utilizado, este resultado mostra que grande parte das empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 ainda podem e muitas vezes precisam melhorar seus mecanismos de governança, uma vez que, a governança corporativa é entendida como um conjunto de práticas e processos que têm como objetivo garantir que a empresa seja gerenciada de forma ética, transparente e responsável, visando proteger os interesses de seus acionistas e demais *stakeholders*.

Ao investigar os resultados obtidos por meio das regressões estimadas com o IGOV como variável independente, aponta-se que, em uma análise da significância global dos modelos, por meio do teste F para os modelos FE e, do teste *Wald Chi-Squared* para os modelos IV, rejeitou-se fortemente a hipótese nula ($p\text{-valor} = 0$). Deste modo, é possível afirmar que conjuntamente as variáveis independentes são significativas como variáveis explicativas para os modelos estimados.

Com relação ao coeficiente de determinação dos modelos, ressalta-se que os valores obtidos para os modelos FE são superiores aos coeficientes dos modelos IV, na maioria dos casos. Nas regressões estimadas por meio de FE, as variáveis consideradas são capazes de explicar cerca de 12,85% da variação total do ROE, 21,37% da variação total do ROA e 24,64% da variação do LAJIDA. Por sua parte, nas regressões estimadas via IV, as variáveis analisadas explicam cerca de 13% da variação do ROE, 16,91% da variação total do ROA e 14,9% da variação do LAJIDA. Esses coeficientes de determinação sinalizam quão bem a regressão se ajusta aos dados e evidenciam que há outras características que influenciam o desempenho financeiro das empresas, como o setor de atuação e o cenário macroeconômico, por exemplo.

No que tange a significância dos coeficientes, nos modelos estimados para ROE, apenas o GAF exibiu resultados discrepantes a depender do método utilizado, sendo positivo e estatisticamente significativo no modelo FE e negativo no modelo IV sem significância estatística nem mesmo ao nível de 10%. A qualidade da governança, medida pelo índice IGOV não foi estatisticamente significativa em nenhum dos modelos. Por outro lado, todos os demais coeficientes apresentaram significância (a Constante, o TAM, o END, o CRES, o ML e o GAF ao nível de 1% e o ILC ao nível de 10%).

Nas regressões que tem como variável dependente o ROA, o índice IGOV foi estatisticamente significativo em ambos os modelos, o ILC não foi significativo no modelo FE e a Constante e o TAM não foram significativos no modelo IV. Todas as demais variáveis foram significativas. Por outro lado, nas regressões que têm como variável dependente o LAJIDA, o END, o ILC e o CRES não exibiram significância estatística no modelo estimado por FE, assim como a Constante, o TAM e o ILC no modelo IV.

Assim como nos modelos com o IGOV, nos modelos com o IGOV8 o teste F para os modelos FE e o teste *Wald Chi-Squared* para os modelos IV, rejeitou fortemente a hipótese nula ($p\text{-valor} = 0$). Isto é, conjuntamente as variáveis independentes são significativas como

variáveis explicativas para os modelos estimados. No tocante ao coeficiente de determinação dos modelos, nas regressões estimadas por meio de FE, as variáveis estudadas explicam cerca de 13,8% da variação total ROE, 22,62% da variação total do ROA e 25,31% da variação do LAJIDA. Por sua vez, nas regressões estimadas por intermédio de IV, as variáveis consideradas são capazes de explicar cerca de 14,18% da variação do ROE, 18,74% da variação total do ROA e 16,24% da variação do LAJIDA.

Os coeficientes dos modelos estimados para ROE como variável dependente apresentaram significância estatística para todas as variáveis, com exceção do GAF no modelo estimado via IV. Diferentemente do IGOV, a qualidade da governança medida de IGOV8 foi estatisticamente significativa ao nível de 5% no modelo estimado via FE e significativa ao nível de 1% no modelo de IV.

Nas regressões estimadas com o ROA como variável dependente, o ILC não foi significativo no modelo FE. Todas as demais variáveis apresentaram coeficiente estatisticamente significativo em ambos modelos (FE e IV). O índice IGOV8 foi significativo ao nível de 1% em ambos os modelos. O mesmo nível de significância foi observado no coeficiente do IGOV8 quando o LAJIDA foi a variável explicada. Por outro lado, o END, o ILC e o CRES não exibiram significância estatística no modelo estimado por FE, assim como a Constante, o TAM e o ILC no modelo IV.

Por último, as análises das regressões estimadas contendo a *proxy* NDGC como métrica da governança corporativa das empresas evidenciou que o teste F para os modelos FE e o teste *Wald Chi-Squared* para os modelos IV rejeitou novamente a hipótese nula ($p\text{-valor} = 0$), demonstrando que as variáveis independentes são significativas para os modelos estimados. Nas regressões estimadas via FE o coeficiente de determinação mostrou que as variáveis avaliadas explicam cerca de 12,4% da variação total do ROE, 20,19% da variação total do ROA e 22,89% da variação do LAJIDA. Por sua parte, nas regressões estimadas por meio de IV, as

variáveis estudadas são capazes de explicar 12,33% da variação do ROE, 14,93% da variação total do ROA e 11,75% da variação do LAJIDA.

No que diz respeito a significância dos coeficientes, a qualidade da governança, quando medida pela *proxy* NDCG apresentou significância estatística apenas nos modelos estimados com o LAJIDA como variável explicada (1% no modelo IV e 10% no modelo FE). Nas regressões estimadas para o ROE, o GAF não foi significativo no modelo IV. As demais variáveis, com exclusão da *proxy* NDGC, apresentaram significância em ambos os modelos.

Por seu tempo, as regressões com o ROA como variável dependente exibiram coeficientes significativos estatisticamente na maioria das variáveis. A exceção foi documentada nas variáveis NDGC e ILC no modelo FE e, NDGC no modelo IV. Por fim, nas regressões que tem como variável dependente o LAJIDA, o END e o ILC não exibiram significância estatística no modelo estimado por FE, assim como a Constante, o TAM e o ILC no modelo IV, resultado similar ao observado nas regressões com os índices IGOV e IGOV8 como métricas de governança.

Em suma, os coeficientes para o IGOV e IGOV8 apresentaram relação positiva com o desempenho em todos os modelos estimados e para todas as variáveis dependentes (ROE, ROA e LAJIDA). Destaca-se a significância observada em todos os modelos em que o IGOV8 foi empregado como métrica de governança, sugerindo que este índice pode ser uma boa medida da qualidade da governança corporativa para as empresas brasileiras, independentemente de ser uma variável exógena (FE) ou endógena (IV). Apesar de não significativos em grande parte dos modelos, a relação entre NDGC e desempenho também foi positiva em todos os casos. Essa relação já era esperada uma vez que demonstra que empresas com melhor qualidade de governança corporativa têm desempenho financeiro estatisticamente superior às demais. A relação observada corrobora os resultados documentados por Catapan et al. (2013), Kimura et

al. (2012), Machado et al. (2020) e Silveira (2004) e, vai de encontro a Lopes et al. (2021), Vieira et al. (2011) e Vilhena e Camargos (2015), por exemplo.

Na Tabela 8 é exposto um resumo das significâncias estatísticas documentadas neste estudo, no qual observa-se que o índice IGOV8 foi a única métrica da qualidade da governança corporativa com significância em todos os modelos estimados. Tal resultado corrobora os achados anteriores sobre a influência positiva das boas práticas de governança sobre o desempenho financeiro das empresas. Além disso, essa resposta sugere que o referido índice é uma boa medida de governança e pode ser uma importante ferramenta não só para os próximos estudos na área financeira, mas um instrumento de gestão capaz de auxiliar investidores e administradores.

Tabela 8

Resumo da significância dos coeficientes encontrados nas regressões estimadas

Métricas de Governança	ROE		ROA		LAJIDA	
	FE	IV	FE	IV	FE	IV
IGOV	n.s.	n.s.	5%	1%	1%	1%
IGOV8	5%	1%	1%	1%	1%	1%
NDGC	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	10%	1%

Nota: Coeficiente não significativo (n.s.).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo examinar o impacto da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas brasileiras com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. Para tanto, contou-se com dados anuais de uma amostra de 118 empresas não financeiras. Como métrica da qualidade da governança corporativa, optou-se pela construção de um índice IGOV formado por meio da soma das respostas positivas de 10 perguntas binárias objetivas, em que, para cada resposta positiva adicionou-se um ponto ao índice. Foi testado também uma variação do IGOV, o IGOV8, a fim de oferecer uma alternativa de mensuração das melhores práticas de governança corporativa no Brasil. Ademais, foi acrescentada nas análises a *proxy* NDGC, uma variável *dummy* que recebeu valor 1, quando a empresa em

questão era listada em algum dos níveis de governança da B3 e 0 quando era listada no mercado tradicional, haja vista que esta é a forma mais utilizada nos estudos empíricos brasileiros acerca da governança.

Os coeficientes para o IGOV e IGOV8 apresentaram relação positiva com o desempenho em todos os modelos estimados e para todas as variáveis dependentes (ROE, ROA e LAJIDA). Apesar de não significativos em grande parte dos modelos, a relação entre NDGC e desempenho também foi positiva em todos os casos. Essa relação demonstrou que no Brasil, as empresas com melhor qualidade de governança corporativa tendem a apresentar desempenho financeiro estatisticamente superior às demais.

Destaca-se a significância observada em todos os modelos em que o IGOV8 foi empregado como métrica de governança, sugerindo que este índice pode ser uma boa medida da qualidade da governança corporativa para as empresas brasileiras, independentemente de ser uma variável exógena ou endógena.

É importante destacar que os indicadores elaborados se baseiam nas respostas binárias de aderência ou não aderência aos mecanismos de governança. Por conseguinte, as médias resultantes de uma pontuação binária que apenas considera a presença ou ausência de um atributo podem não representar a abordagem mais apropriada para estabelecer uma métrica. Apesar dessa limitação, este estudo apresenta contribuições significativas.

Este estudo contribui com a literatura empírica de finanças ao corroborar os achados anteriores sobre a influência positiva das boas práticas de governança sobre o desempenho financeiro das empresas. Ademais, os índices da qualidade da governança sugeridos, principalmente o IGOV8, que apresentou significância estatística em todos os modelos estimados e tem obtenção mais simples do que o IGOV, uma vez que carece de menos variáveis (*inputs*), podem ser uma importante ferramenta não só para os próximos estudos na área financeira, mas um instrumento de gestão capaz de auxiliar administradores e investidores.

REFERÊNCIAS

- Alnajjar, A. E. A. (2021). The Role of Good Corporate Governance in Preventing and Reducing Fraud: Denmark and Malaysia Case Study. *Review of Business, Accounting, & Finance*, 1(1), 58-92.
- 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(2), 411-423. <https://doi.org/10.1108/JSBED-11-2016-0172>
- Aman, H., & Nguyen, P. (2013). Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. *Research in International Business and Finance*, 29, 14-34. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.02.002>
- Ana, S. R., Sulistiyo, A. B., & Prasetyo, W. (2021). The Effect of Intellectual Capital and Good Corporate Governance on Company Value Mediated by Competitive Advantage. *Journal of Accounting and Investment*, 22(2), 276-295. <https://doi.org/10.18196/jai.v22i2.10412>
- Antwi, I. F., Carvalho, C., & Carmo, C. (2021). Corporate governance and firm performance in the emerging market: A review of the empirical literature. *Journal of Governance and Regulation*, 10(1). <https://doi.org/10.22495/jgrv10i1art10>
- Beuren, I. M., Pamplona, E., & Leite, M. (2020). Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 24(6), 514-531. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190191>
- Börsch-Supan, A., & Köke, J. (2002). An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. *German Economic Review*, 3(3), 295-326. <https://doi.org/10.1111/1468-0475.00061>

- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2014). Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. *BBR-Brazilian Business Review*, 11(1), 96-117.
- 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.
- Catapan, A., Colauto, R. D., & Barros, C. M. E. (2013). A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 16(2), 16-30.
- 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. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100004>
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
- El-Deeb, M. S., Halim, Y. T., & Elbayoumi, A. F. (2022). Disclosure tone, corporate governance and firm value: evidence from Egypt. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 29(3), 793-814. <https://doi.org/10.1080/16081625.2021.1934708>
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307. <https://doi.org/10.1086/260866>
- Fatma, H. B., & Chouaibi, J. (2021). Corporate governance and firm value: a study on European financial institutions. *International Journal of Productivity and Performance Management*. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-05-2021-0306>
- Freire, M. M. A., Albuquerque Filho, A. R., de Vasconcelos, A. C., & de Souza Fernandes, J. (2022). O Efeito Moderador da Internacionalização na Relação entre Governança

- Corporativa e Republicação das Demonstrações Financeiras. *Contabilidade Gestão e Governança*, 25(1), 1-22. https://doi.org/10.51341/1984-3925_2022v25n1a1
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In *The Economics of Information and Uncertainty* (pp. 107-140). University of Chicago Press.
- Hall, B. J., & Liebman, J. B. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats?. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 653-691. <https://doi.org/10.1162/003355398555702>
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4), 101-112. <https://doi.org/10.2307/3665716>
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). *Indicadores*, 2022. <http://www.ibge.gov.br>
- Javaid, A., Nazir, M. S., & Fatima, K. (2021). Impact of corporate governance on capital structure: mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*. <https://doi.org/10.1108/JEAS-09-2020-0157>
- Jensen, M. (2001). Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management*, 7(3), 297-317. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00158>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kimura, H., Kayo, E. K., Perera, L. C. J., & Kerr, R. B. (2012). Estudo da influência da governança corporativa e do ambiente institucional dos países na lucratividade das empresas. *Base - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 9(2), 101-115. <https://doi.org/10.4013/base.2012.92.01>

- Larcker, D. F., & Rusticus, T. O. (2010). On the use of instrumental variables in accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, 49(3), 186-205.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.11.004>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Lopes, F. I., Beuren, I. M., & Vicente, R. E. F. (2021). Associação da Evidenciação do Gerenciamento de Riscos com Governança Corporativa e Desempenho em Empresas com ADRs. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 9(1).
<https://doi.org/10.22478/ufpb.2318-1001.2021v9n1.52215>
- Luz, J. J. M., Camargos, M. A., & Lima, J. O. (2006). Análise da relação entre disseminação voluntária de informações em sites corporativos e desempenho financeiro de empresas brasileiras. *REGE - Revista de Gestão*, 13(4), 11-24.
- Machado, L. K. C., Prado, J. W., Rauber, L. L., Carvalho, E. G., & Santos, A. C. (2020). A influência da governança corporativa no desempenho financeiro, na oportunidade de crescimento e no valor de mercado das firmas: uma análise com modelagem de equações estruturais. Enfoque: *Reflexão Contábil*, 39(2), 27-41.
<https://doi.org/10.4025/enfoque.v39i2.45852>
- Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica*, 55, 703-708.
<https://doi.org/10.2307/1913610>
- O'Connor, M., & Rafferty, M. (2012). Corporate governance and innovation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 397-413.
<https://doi.org/10.1017/S002210901200004X>

- Peixoto, F. M., & Buccini, A. R. A. (2013). Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos?. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(18), 48-59. <https://doi.org/10.11606/rco.v7i18.55613>
- Pinheiro, L. E. T., Neves, P. A., de Souza, R. M., & Casabianca, M. L. (2019). Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(41), 3-22. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n41p3>
- Ribeiro, H. C. M. (2014). Corporate governance versus corporate governance: an international review: uma análise comparativa da produção acadêmica do tema governança corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(23), 95-116. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2014v11n23p95>
- Ribeiro, J. E.; Souza, A. A. (2022) 20 Anos de Governança Corporativa no Brasil. *Anais do XXII USP International Conference in Accounting*, São Paulo, SP, Brasil.
- Santos, T. A. (2018). *Um índice de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro*. Tese de Doutorado, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, Brasil.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silveira, A. D. M. D. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Silveira, A. D. M. D., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *REAd: Revista Eletrônica de Administração*, 14(3), 512-540.

- Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902003000300005>
- Tanaka, T. (2014). Gender diversity in the boards and the pricing of publicly traded corporate debt: evidence from Japan. *Applied Financial Economics*, 24(4), 247-258. <https://doi.org/10.1080/09603107.2013.877571>
- Tavares, V. B., & Penedo, A. S. T. (2018). Desempenho empresarial e níveis de governança corporativa: um estudo longitudinal das empresas listadas na BM&FBOVESPA entre 2001 e 2015. *Revista de Auditoria Governança e Contabilidade (RAGC)*, 6(23), 160-179.
- Trambacos, F., Albanez, T., & de Carvalho, L. N. G. (2021). A Proposal of a Conceptual Framework for Corporate Governance Research. *Contabilidade Gestão e Governança*, 24(3), 312-330. https://doi.org/10.51341/1984-3925_2021v24n3a4
- Viana Júnior, D. B. C., Morais, C. R. F., Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2020). Ownership concentration and corporate performance of Brazilian firms before and after initial public offerings. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 23(1), 19-37. https://doi.org/10.51341/1984-3925_2020v23n1a2
- Vieira, K. M., Velasquez, M. D., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 46-67. <https://doi.org/10.4270/ruc.2011104>
- Vilhena, F. A. C., & Camargos, M. A. (2015). Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *REGE-Revista de Gestão*, 22(1), 77-96. <https://doi.org/10.5700/rege552>

Wooldridge, J. (2010). *Introdução à Econometria: Uma Abordagem Moderna*. Ed. Cenage Learning. 4ª Edição.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)

Impact of Corporate Governance on Financial Performance: Evidences in the Brazilian Stock Market

ABSTRACT

Objective: Examine the impact of corporate governance on the financial performance of Brazilian companies with shares traded in the Brasil Bolsa Balcão (B3) between the years 2010 and 2020.


Method: Using annual data from a sample of 118 non-financial companies, regressions were estimated with panel data and instrumental variables approach. As metrics of corporate governance quality, we use two indexes that consider the mechanisms pointed out by the literature as efficient in reducing agency problems, as well as the listing of companies in the B3's Differentiated Levels of Corporate Governance. As measure of financial performance, we used the ratios Return on Equity (ROE), Return on Assets (ROA) and Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA).

Originality/Relevance: The suggested governance quality indexes, mainly the IGOV8, which showed statistical significance in all estimated models are simpler to obtain than the ones previously suggested in the literature since they require fewer variables (inputs).


Results: The results indicate that in Brazil companies with better corporate governance quality tend to present statistically superior financial performance than those with lower quality.

Theoretical/Methodological contributions: In addition to contributing to the academy by providing insights into the importance of corporate governance in the financial performance of Brazilian companies, this work can help managers and investors. The proposed corporate governance indexes, in particular the IGOV8, can make it easier for companies to assess their own governance and thus identify areas for improvement. Furthermore, investors can use these tools to evaluate companies they are investing in or intend to do so.

Keywords: Governance indexes, Agency Theory, Financial performance.

João Eduardo Ribeiro 

Federal University of Minas Gerais, MG, Brazil
 joaoeduardoribeiro@ufmg.br

Antônio Artur de Souza 

Federal University of Minas Gerais, MG, Brazil
 artur@face.ufmg.br

Received: January 18, 2023

Revised: June 01, 2023

Accepted: June 07, 2023

Published: July 31, 2023

