

RELAÇÃO ENTRE NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO EMPRESARIAL: UM ESTUDO COM EMPRESAS DA B3

Abigail Caroline Fenske

Acadêmica do Curso de Ciências Contábeis
Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE)

E-mail: Abigail.fenske@unioeste.br

Cleverson Manfio de Oliveira

Acadêmico do Curso de Ciências Contábeis
Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE)

E-mail: cleverson.oliveira5@unioeste.br

Aládio Zanchet

Professor do Curso de Ciências Contábeis
Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE)

E-mail: aladio.unioeste@gmail.com

RESUMO: Este estudo tem como objetivo analisar a relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas do setor financeiro listadas na B3, no período de 2022 a 2024. Fundamentado na Teoria da Agência, o trabalho parte do pressuposto de que práticas eficazes de governança contribuem para reduzir conflitos de interesse entre acionistas e gestores, favorecendo uma gestão mais eficiente e resultados mais estáveis. A pesquisa caracteriza-se como quantitativa, descritiva e documental, utilizando dados secundários extraídos das demonstrações financeiras e relatórios anuais das empresas. A amostra foi composta por 20 empresas listadas na B3 e que atuam no setor financeiro, sendo 10 empresas pertencentes ao Índice de Governança Corporativa (IGC) e 10 pertencentes ao Mercado Tradicional. Foram utilizados como indicadores de desempenho o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre Ativos (ROA), Margem Líquida, Market-to-Book (MTB) e o Q de Tobin. Os dados foram analisados por meio de estatísticas descritivas e do teste não paramétrico de Mann-Whitney U, com o objetivo de verificar a existência de diferenças significativas entre os grupos. Os resultados evidenciaram que as empresas com governança apresentaram médias mais elevadas e maior estabilidade dos indicadores de desempenho, sugerindo melhor eficiência operacional e previsibilidade financeira. No entanto, os resultados do teste de Mann-Whitney demonstraram que as diferenças no desempenho econômico-financeiro entre os grupos não foram estatisticamente significativas ($U_{calculado} < U_{crítico} = 23$), indicando que a adesão formal à governança corporativa não garante, por si só, desempenho financeiro superior. Conclui-se que embora o desempenho econômico-financeiro não apresente diferença significativa entre os dois grupos de empresas, a governança corporativa atua como um mecanismo de estabilidade e credibilidade organizacional, reforçando a importância de práticas efetivas e não apenas simbólicas, capazes de gerar valor sustentável no longo prazo.

Palavras-chave: Governança corporativa; Desempenho empresarial; Teoria da agência.

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa tem se consolidado como um tema de grande relevância no meio empresarial, especialmente devido à sua influência na estrutura de capital e no

desempenho econômico das empresas. Segundo Rossetti e Andrade (2014), a adoção de práticas de governança corporativa visa minimizar os conflitos de interesses entre acionistas e gestores, promovendo maior transparência, equidade e responsabilidade na gestão corporativa.

Com base nas obras de Gonzalez (2012) e Rossetti e Andrade (2014), é possível compreender que a governança corporativa é um conjunto de práticas, princípios e mecanismos que visam alinhar os interesses entre os diversos agentes envolvidos na gestão de uma organização como acionistas, conselheiros, executivos e demais *stakeholders*, promovendo maior transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. De acordo com Gonzalez (2012), essas práticas buscam garantir que a empresa seja administrada de forma eficiente, ética e responsável, contribuindo para a sustentabilidade dos negócios e a confiança dos investidores.

A estrutura de capital de uma empresa, que envolve a decisão entre financiamento por meio de dívida ou capital próprio, é diretamente impactada pelas práticas de governança corporativa. Empresas que adotam boas práticas de governança tendem a apresentar uma melhor relação com investidores, facilitando o acesso ao capital e reduzindo o custo de captação de recursos (GONZALEZ, 2012). Além disso, a governança corporativa eficaz contribui para a otimização do desempenho empresarial, medido por indicadores como giro do ativo, margem líquida, rentabilidade do ativo (ROA) e rentabilidade do patrimônio líquido (ROE).

A criação dos níveis diferenciados de governança corporativa pela B3 visa proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das companhias (B3, 2025). Essas práticas incluem a obrigatoriedade de maior transparência nas informações divulgadas, a emissão de ações ordinárias e a manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação.

De forma similar, estudos como o de La Porta *et al.* (2000) demonstram que países com estruturas mais robustas de governança apresentam mercados de capitais mais desenvolvidos e empresas com maior facilidade de acesso a financiamento externo. Tal constatação reforça o argumento de Gonzalez (2012) de que boas práticas de governança fortalecem as relações com investidores e melhoram as condições de captação de recursos.

O desempenho empresarial refere-se à capacidade de uma organização em alcançar seus objetivos, podendo ser mensurado de maneira mais adequada através de três dimensões complementares: retorno econômico, eficiência operacional e valorização de mercado (ALMEIDA *et al.*, 2018). Rossetti e Andrade (2014) destacam que uma estrutura de governança bem implementada pode gerar impactos positivos no desempenho econômico-financeiro da organização, na valorização de suas ações, na atração de capital e na redução de riscos, ao estabelecer mecanismos de controle eficazes e maior *accountability*.

Neste sentido, a teoria da agência apresenta diversas aplicações nas pesquisas relacionadas ao campo dos negócios. Ela tem sido utilizada por pesquisadores de áreas como Contabilidade, Economia, Finanças, Marketing, Ciências Políticas, Comportamento Organizacional, entre outras (EISENHARDT, 1989). A governança corporativa é responsável por alinhar os interesses na relação entre agente e principal, no conjunto de princípios e mecanismos que orientam a tomada de decisões e a condução de uma organização. De acordo com Jensen e Meckling (1976), os interesses dos gestores podem entrar em conflito com os acionistas, o que leva os gestores a agirem em favor de seus próprios objetivos pessoais, em detrimento dos individuais.

O estudo de Hedlund *et al.* (2021), apresenta uma análise dos mecanismos de governança corporativa e da teoria da agência para auxiliar na gestão de conflitos em uma cooperativa médica no Estado do Rio Grande do Sul. Ao analisar a estrutura organizacional os autores verificaram que os funcionários dispõem de acesso às informações sobre o que ocorre na empresa e recorrem aos mecanismos de governança corporativa para a gestão e resolução de conflitos. Esse plano de governança abrange toda a equipe nos três níveis organizacionais e

considera todos os aspectos da gestão empresarial. Além disso, esse modelo eficiente estabelece a divisão de responsabilidades, delegando funções específicas a cada nível da organização.

As tendências culturais, como o individualismo e a indulgência, podem criar uma relação positiva entre os mecanismos de governança corporativa e a prática de gestão de recursos, apontando que, em certos contextos, esses mecanismos falham em monitorar interesses e monitorar comportamentos, não conseguindo minimizar o comportamento oportuno (SONZA; KLOECKNER, 2014; SOSCHINKI *et al.*, 2019).

Dessa forma, trabalhos como os de Silva (2014) e Silva (2023) sugerem que, se as empresas listadas na B3 adotam práticas de governança corporativa mais rigorosas, então elas apresentam um desempenho econômico superior em comparação às empresas com práticas de governança menos desenvolvidas. Nesse sentido, esta pesquisa busca resposta à seguinte questão: **Qual é a relação entre os diferentes níveis de governança corporativa e o desempenho das empresas listadas na B3?**

Alinhado com a questão apresentado, o objetivo desta pesquisa é identificar a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e o desempenho econômico das empresas listadas nos níveis de governança da Bovespa.

Este estudo busca contribuir para o avanço da literatura sobre governança corporativa e desempenho empresarial ao analisar empiricamente a relação entre os níveis de governança adotados por empresas do setor financeiro listadas na B3 e seus resultados econômicos. Espera-se que os achados ofereçam subsídios relevantes para investidores, gestores e demais usuários da informação contábil, auxiliando na compreensão de como estruturas de governança mais robustas podem influenciar positivamente a rentabilidade, a eficiência e a valorização de mercado das organizações.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este tópico apresenta e discute os principais conceitos e estudos que sustentam a análise da relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas do setor financeiro. São abordadas a Teoria da Agência, que explica os conflitos de interesse entre proprietários e gestores, os fundamentos da governança corporativa e seus níveis na B3, as evidências empíricas que relacionam governança e desempenho, e os principais indicadores utilizados para mensurar a performance empresarial.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

Coase (1937), em *The Nature of the Firm*, destacou a ausência de uma teoria econômica positiva que explicasse os vínculos contratuais dentro das firmas. O autor argumentou que as empresas surgem quando os custos de realizar transações no mercado superam os custos de coordenação interna, conduzindo à substituição do sistema de mercado por mecanismos de autoridade e controle.

Posteriormente, Jensen e Meckling (1976) desenvolveram a Teoria da Agência, que define a relação entre principal e agente como um contrato no qual o principal delega autoridade ao agente para agir em seu nome. No entanto, como ambos buscam maximizar sua própria utilidade, podem ocorrer conflitos de interesse. Essa teoria é amplamente aplicada à análise do mercado de capitais, em que os investidores (principais) dependem dos gestores (agentes) para administrar os recursos, enfrentando limitações de informação sobre as decisões e o desempenho empresarial (FLORES; BRAUNBECK; CARVALHO, 2018).

A assimetria informacional, em que o agente possui mais informações que o principal, é uma das principais causas desses conflitos, gerando problemas clássicos como a seleção adversa, que ocorre antes da contratação, e o risco moral, que se manifesta após o contrato,

quando o agente pode agir de forma oportunista (EISENHARDT, 1989; ROSS, 1973). Para mitigar esses problemas, a Teoria da Agência propõe mecanismos de governança, como contratos adequados, monitoramento e incentivos que alinhem os interesses das partes.

A separação entre propriedade e controle, destacada por Jensen e Meckling (1976), reforça a origem dos chamados custos de agência, que envolvem gastos de supervisão, estruturação de incentivos e eventuais perdas decorrentes do comportamento dos gestores. Nesse contexto, os mecanismos de governança corporativa surgem como instrumentos para reduzir tais custos, promovendo maior transparência, eficiência e alinhamento entre gestores e acionistas. Esses mecanismos incluem conselhos de administração independentes, auditorias externas, divulgação clara de informações e políticas de remuneração atreladas ao desempenho (SILVA, 2023; LA PORTA et al., 2000).

No Brasil, a B3 adota níveis diferenciados de governança corporativa — Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado — que refletem o grau de comprometimento das empresas com práticas mais transparentes e voltadas aos acionistas (B3, 2025). No entanto, conforme Rossetti e Andrade (2022), a adesão formal a esses níveis não garante, por si só, boas práticas efetivas, pois aspectos culturais, comportamentais e estruturais também influenciam a qualidade da governança.

Dessa forma, a Teoria da Agência fornece base teórica para compreender a necessidade de mecanismos de governança corporativa, fundamentais para mitigar conflitos de interesse, reduzir custos de agência e fortalecer a transparência e a eficiência na gestão das empresas.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa é, um dos principais temas no ambiente empresarial. Embora tenha surgido nas décadas de 1980 e 1990, continua a ser um conceito em desenvolvimento na prática das empresas. A governança emergiu, principalmente, como uma resposta aos desafios gerados pela evolução do sistema capitalista. A principal mudança foi a separação entre propriedade e gestão nas empresas – ou seja, passou-se a ter uma estrutura de propriedade (os donos do negócio) e uma estrutura de gestão (pessoas contratadas), representadas por agentes diferentes. Com isso, surgiu o chamado "conflito de agência", que se referia a possíveis divergências de interesses entre os proprietários e os empresários (GIACOMELLI et al., 2017).

Especialmente entre as companhias abertas listadas em bolsa, a governança corporativa tem sido amplamente debatida. O conceito se aplica a diversos setores da sociedade, mas a discussão mais intensa ocorre justamente nesse grupo de empresas que capta milhares de ações para investir em seus negócios e que, consequentemente, precisam garantir transparência e responsabilidade na gestão desses recursos (GONZALEZ, 2012).

No contexto do mercado de capitais brasileiro, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) estabeleceu níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) com o intuito de incentivar a adoção voluntária de práticas mais rigorosas, como maior transparência, equidade no tratamento aos acionistas e fortalecimento da estrutura de controle. Empresas que optam por esses níveis assumem compromissos com práticas formais de governança que, em tese, sinalizam ao mercado maior credibilidade e menor risco.

No Brasil, a governança corporativa tem se consolidado como um fator essencial para a confiabilidade e perenidade das empresas. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), boas práticas de governança contribuem para a longevidade das organizações e criam um ambiente de confiança, tanto interna quanto externamente.

A governança corporativa não se restringe às grandes corporações, sendo também relevante para pequenas e médias empresas. Como ressaltam La Porta et al. (2000), "a qualidade da governança corporativa impacta diretamente a capacidade das empresas de acessar financiamentos, reduzir o custo de capital e aumentar sua eficiência".

Entretanto, os estudos de Rossetti e Andrade (2022), Silva (2023) e La Porta et al. (2000) destacam que a adesão formal a níveis de governança, por si só, não garante práticas efetivas ou resultados superiores. A governança simbólica — aquela implementada apenas para atender exigências de mercado ou obter credibilidade — pode mascarar fragilidades estruturais internas. Assim, é necessário investigar se as empresas listadas em níveis mais elevados, como o Novo Mercado, de fato operam conforme as relações dada a pesquisa da teoria da agência.

2.3 GOVERNANÇA E DESEMPENHO

Pesquisas como as de Santos e Silveira (2007), realizadas no mercado brasileiro, constataram correlação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o valor de mercado das empresas. Companhias com melhores práticas, especialmente as listadas nos níveis diferenciados da B3 (Nível 2 e Novo Mercado), tendiam a apresentar um *premium* de valorização no mercado, medido por indicadores como *Q* de Tobin e *Market-to-Book*, refletindo maior confiança dos investidores.

De forma semelhante, Klapper e Love (2004), em um estudo sobre mercados emergentes, encontraram associação positiva e significativa entre boas práticas de governança e desempenho operacional (*ROA*). Em ambientes com menor proteção legal, como o Brasil, a adoção voluntária de mecanismos robustos de governança atua como sinal de comprometimento com transparência e proteção dos acionistas, reduzindo o custo de capital e melhorando a eficiência.

No setor financeiro, Gonçalves e Peixoto (2021) identificaram que a integração entre governança e critérios ESG potencializa a criação de valor e a resiliência das instituições. Bancos com estruturas mais sólidas apresentaram melhores indicadores de rentabilidade (*ROE* e *ROA*) e menor volatilidade durante crises.

Por outro lado, alguns estudos não encontraram relação direta entre governança formal e performance financeira. Rossetti e Andrade (2014) alertam para a “governança simbólica”, em que empresas aderem a níveis diferenciados sem implementar efetivamente boas práticas, impedindo os benefícios esperados. Silva (2023) corrobora, destacando que a efetividade do conselho, independência dos conselheiros e qualidade da auditoria são mediadores cruciais entre estrutura formal e resultados.

Estudos internacionais, como Bauer, Guenster e Otten (2004), também mostram resultados mistos: índices agregados de governança se relacionam positivamente à rentabilidade, mas mecanismos individuais, como composição do conselho, nem sempre apresentam efeito, indicando que a relação é complexa.

Em síntese, a literatura indica que boas práticas de governança podem melhorar o desempenho ao reduzir assimetrias informacionais, conflitos de agência e custo de capital, mas dependem de implementação efetiva e do contexto institucional. Esta pesquisa busca contribuir para esse debate ao investigar empiricamente a relação no setor financeiro brasileiro, analisando se a hierarquia de governança da B3 se reflete em desempenho financeiro, controlando outras variáveis relevantes.

2.4 INDICADORES DE DESEMPENHO

Trabalhos anteriores destacam a relevância dos indicadores de desempenho como instrumentos essenciais para a comunicação estratégica, monitoramento de progresso e apoio à tomada de decisão nas organizações. Neely, Gregory e Platts (1995) estabeleceram as bases teóricas ao demonstrar que os sistemas de medição de desempenho atuam como ponte entre a formulação e a execução da estratégia, embora tenham apontado limitações nos modelos tradicionais, que se concentravam excessivamente em indicadores financeiros.

Pesquisas subsequentes, como de Bititci et al. (2012), aponta uma perspectiva reducionista e enfatiza a necessidade de abordagens mais amplas e dinâmicas, capazes de incorporar aspectos intangíveis e indicadores não financeiros. Além disso, Franco-Santos et al. (2007) reforça que os sistemas de medição devem ser entendidos como mecanismos dinâmicos que promovem o aprendizado organizacional e a mudança estratégica, enquanto Ferreira e Otley (2009) destacaram a importância do alinhamento entre os indicadores e os objetivos estratégicos.

A mensuração do desempenho empresarial é um aspecto essencial na análise da eficiência e da criação de valor pelas organizações. De acordo com Almeida et al. (2018), a mensuração do desempenho deve abranger aspectos econômicos, operacionais e baseados no valor da empresa. No contexto do setor financeiro, diversos indicadores contábeis e financeiros são amplamente utilizados para avaliar a rentabilidade, a eficiência operacional e o valor de mercado das instituições. Entre esses indicadores, selecionamos o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), o Retorno sobre Ativos (ROA), a Margem Líquida e o Market-to-book.

O ROE (Return on Equity) representa um dos principais indicadores de desempenho econômico, sendo calculado pela razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido. Esse índice reflete a capacidade da organização de gerar retorno sobre os investimentos dos acionistas, demonstrando sua eficiência na geração de lucro a partir do capital próprio (SILVA, 2018).

O ROA (Return on Asset), obtido pela divisão do lucro líquido pelo total de ativos, mede a eficiência da empresa na utilização de seus recursos para gerar lucro. Quanto maior o ROA, mais eficiente a empresa é na conversão dos ativos em resultados financeiros positivos (SILVA, 2018). No setor financeiro, esse indicador é particularmente relevante, pois reflete a rentabilidade em relação ao montante total de ativos sob gestão.

A Margem Líquida é um dos principais indicadores de rentabilidade utilizados para avaliar o desempenho financeiro das organizações. Esse indicador é calculado pela razão entre o lucro líquido e a receita líquida da empresa, expressando a proporção de lucro obtida em relação ao total de receitas geradas. Em outras palavras, a Margem Líquida revela o percentual de cada real de receita que efetivamente se transforma em lucro após a dedução de todas as despesas operacionais, financeiras, impostos e demais custos (ASSAF NETO, 2023). De acordo com Almeida et al. (2018), uma Margem Líquida elevada pode indicar maior controle sobre as despesas e uma estrutura de receitas mais sustentável, enquanto margens reduzidas podem sinalizar riscos operacionais, baixa eficiência ou fragilidade na estrutura de capital.

O Market-to-book é um índice financeiro que relaciona o valor de mercado de uma empresa com seu valor contábil registrado nos livros. Ele indica quanto os investidores estão dispostos a pagar por cada unidade do patrimônio líquido contábil da empresa. É a razão entre o valor de mercado do patrimônio líquido e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa. Quando o índice é maior que 1, indica que o mercado valoriza a empresa acima do seu valor contábil, geralmente por expectativas de crescimento ou intangíveis relevantes. Já quando é menor que 1, pode sinalizar subavaliação ou problemas financeiros. Esse indicador é mais eficaz quando utilizado para comparação entre empresas do mesmo setor (CFI, 2025).

O Q de Tobin, calculado pela relação entre o valor de mercado somado ao passivo e o total de ativos, é um indicador que avalia o valor de mercado da empresa e seu custo de reposição do capital (COSSALTER, 2021). Um Q de Tobin superior a 1 sugere que o mercado atribui um valor superior ao valor contábil dos ativos da empresa, o que pode refletir expectativas positivas em relação ao crescimento e à lucratividade futura (KAMMLER; ALVES, 2009).

No caso específico de empresas listadas na B3, a combinação desses indicadores com o nível de governança corporativa adotado possibilita uma análise mais ampla e robusta da performance empresarial. No entanto, Franco-Santos et al. (2007) afirmam que é importante considerar que o desempenho financeiro pode ser influenciado por múltiplas variáveis externas

— como cenário econômico, regulação setorial e cultura organizacional — que nem sempre são captadas isoladamente por indicadores financeiros.

Santos e Silveira (2007) demonstram que empresas financeiras com governança mais estruturada apresentam níveis superiores de ROE e ROA, o que reforça a importância da transparência e dos mecanismos de controle na geração de valor. Klapper e Love (2004) apresentam evidências similares em mercados emergentes, indicando que boas práticas de governança são determinantes para o desempenho financeiro. Adicionalmente, Franco-Santos et al. (2007) ressaltam que sistemas de medição de desempenho bem alinhados à governança facilitam o aprendizado organizacional e a adaptação estratégica, contribuindo para a sustentabilidade dos resultados.

No setor financeiro, esses indicadores (ROE, ROA, Margem Líquida, Market-to-book e Q de Tobin) são amplamente utilizados para avaliar desempenho econômico e operacional, assim como valor de mercado (Silva 2018; Assaf Neto 2023; Almeida et al. 2018). Em empresas listadas na B3, combinar esses indicadores com o nível de governança corporativa permite análises mais robustas, ainda que influências externas — como regulação e cultura — possam não ser plenamente captadas por métricas puramente financeiras.

Esses indicadores, quando analisados em conjunto, permitem avaliar a performance das empresas sob a perspectiva econômica e operacional, assim como o desempenho baseado no valor. No setor financeiro, onde a estrutura de capital e a governança corporativa desempenham papéis fundamentais na geração de valor, a análise desses indicadores pode contribuir para compreender a relação entre práticas de governança e desempenho empresarial.

3 METODOLOGIA

Este estudo caracteriza-se como uma pesquisa quantitativa, de natureza descritiva e explicativa. A pesquisa é descritiva, pois tem como objetivo caracterizar a relação entre governança corporativa e desempenho empresarial em empresas do setor financeiro listadas na B3. Além disso, apresenta um caráter explicativo, na medida em que busca compreender os impactos das práticas de governança corporativa sobre o desempenho financeiro das organizações.

No que se refere aos procedimentos metodológicos, trata-se de um estudo documental e de levantamento, uma vez que os dados serão obtidos a partir de documentos oficiais das empresas e bases de dados da B3. Quanto à abordagem do problema, a pesquisa adota um enfoque quantitativo, considerando que serão realizadas medições de variáveis e análises estatísticas para verificar a relação entre governança corporativa e desempenho empresarial.

A amostra é composta por 20 empresas listadas na B3 e que atuam no setor financeiro, sendo 10 empresas pertencentes ao Índice de Governança Corporativa (IGC) e 10 pertencentes ao Mercado Tradicional. Fazem parte da amostra empresas que atendam a critérios preestabelecidos, como a disponibilidade de informações contábeis e de governança nos relatórios anuais e em bases de dados públicas. A seleção das empresas foi feita por acessibilidade, considerando-se aquelas que, no ano de 2024, apresentaram: (i) divulgação de demonstrações contábeis consolidadas; (ii) informações públicas sobre o nível de governança corporativa; e (iii) dados financeiros suficientes para o cálculo dos indicadores de desempenho definidos no estudo.

Tabela 1 – Amostra analisada

EMPRESA	NÍVEL DE GOVERNANÇA
Banco BMG	Nível 1
Bradesco	Nível 1
Banrisul	Nível 1
Banco Mercantil do Brasil	Nível 1
Banco Pan	Nível 1
Itaú Unibanco Holding	Nível 1
ABC Brasil	Nível 2
BTG Pactual	Nível 2
Banco Pine	Nível 2
Banco do Brasil	Novo Mercado
Banestes	Mercado Tradicional
Amazônia	Mercado Tradicional
Banese	Mercado Tradicional
Banco do Estado do Pará	Mercado Tradicional
Banco Mercantil de Investimentos	Mercado Tradicional
Banco Nordeste	Mercado Tradicional
Banco Santander	Mercado Tradicional
BRB Banco de Brasília	Mercado Tradicional
Inter Co	Mercado Tradicional
Alfa Holding	Mercado Tradicional

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

Os dados utilizados neste estudo foram obtidos a partir dos relatórios financeiros disponíveis nos *websites* das empresas e na plataforma da B3. As variáveis de desempenho empresarial utilizadas estão apresentadas na Tabela 2:

Tabela 2 – Indicadores de Desempenho

INDICADOR	LITERATURA BASE
ROE	Silva (2018); Assaf Neto (2023); Santos e Silveira (2007); Klapper e Love (2004); Gonçalves e Peixoto (2021).
ROA	Silva (2018); Santos e Silveira (2007); Santos e Silveira (2007); Klapper e Love (2004); Gonçalves e Peixoto (2021).
Margem Líquida	Assaf Neto (2023); Almeida <i>et al.</i> (2018).
Market-to-book	CFI (2025); Assaf Neto (2023); Santos e Silveira (2007).
Q de Tobin	Kammler e Alves (2009); Santos e Silveira (2007).

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

Os indicadores de desempenho ROE, ROA e Margem Líquida foram obtidos a partir das demonstrações financeiras das empresas analisadas, conforme divulgadas em seus relatórios oficiais. Por sua vez, os indicadores MTB e Q de Tobin foram calculados pelos autores, com base nos dados extraídos, a fim de mensurar seus respectivos resultados. Essa coleta de dados foi realizada por meio da extração de informações dos relatórios anuais e das demonstrações financeiras disponíveis na B3. Posteriormente, os dados foram organizados em planilhas eletrônicas, de modo a viabilizar a análise quantitativa dos indicadores.

A análise dos dados foi feita através do Teste de Hipóteses para comparação entre médias, com o objetivo de avaliar se as médias dos indicadores de desempenho das empresas pertencentes ao IGC são estatisticamente superiores às das empresas do Mercado Tradicional. Inicialmente, realizou-se o teste de normalidade para identificar se os dados apresentavam distribuição normal e, portanto, a adequação ao uso de testes paramétricos. A análise gráfica e

estatística indicou que a distribuição das amostras não seguiu um padrão normal, evidenciando assimetria e presença de dispersões significativas entre os grupos de empresas.

Diante da não normalidade dos dados, aplicou-se o teste de homogeneidade de variâncias (Levene), que demonstrou variabilidade distinta entre os grupos de governança, indicando heterogeneidade entre as amostras analisadas. Essa heterogeneidade reforça a opção por métodos não paramétricos, como o teste de Mann-Whitney U, utilizado para comparar as medianas de amostras independentes e verificar diferenças estatisticamente significativas entre os índices de desempenho dos dois grupos de empresas. O teste U de Mann-Whitney foi calculado com o uso da ferramenta Real Statistics, suplemento do Excel da Microsoft, e a Tabela 3 apresenta as hipóteses testadas.

Tabela 3 – Hipóteses de pesquisa

VARIÁVEIS	HIPÓTESES
ROE	H0: as medianas do ROE são estatisticamente iguais entre as empresas com governança corporativa e sem governança corporativa.
	H1: as medianas do ROE são estatisticamente diferentes entre as empresas com governança corporativa e sem governança corporativa.
ROA	H0: as medianas do ROA são estatisticamente iguais entre as empresas com governança corporativa e sem governança corporativa.
	H1: as medianas do ROA são estatisticamente diferentes entre as empresas com governança corporativa e sem governança corporativa.
MARGEM LÍQUIDA	H0: as medianas da Margem Líquida são estatisticamente iguais entre as empresas com governança corporativa e sem governança corporativa.
	H1: as medianas da Margem Líquida são estatisticamente diferentes entre as empresas com governança corporativa e sem governança corporativa.
MARKET-TO-BOOK	H0: as medianas do <i>Market-to-book</i> são estatisticamente iguais entre as empresas com governança corporativa e sem governança corporativa.
	H1: as medianas do <i>Market-to-book</i> são estatisticamente diferentes entre as empresas com governança corporativa e sem governança corporativa.
Q DE TOBIN	H0: as medianas do Q de Tobin são estatisticamente iguais entre as empresas com governança corporativa e sem governança corporativa.
	H1: as medianas do Q de Tobin são estatisticamente diferentes entre as empresas com governança corporativa e sem governança corporativa.

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Esta seção apresenta os resultados da análise realizada com o intuito de verificar se a adoção de níveis diferenciados de governança corporativa exerce influência sobre a valorização de mercado das empresas do setor financeiro listadas na B3, entre 2022 e 2024. Os resultados apresentados a seguir permitem compreender o comportamento da valorização de mercado dessas instituições e avaliar o papel da governança corporativa como fator associado à percepção de valor pelos investidores.

4.1 ESTATÍSTICAS BÁSICAS DESCRITIVAS

A primeira análise realizada nesta pesquisa fundamenta-se nas estatísticas descritivas apresentadas no Quadro 1, que evidenciam as médias, medianas, valores mínimos e máximos, além do desvio-padrão dos indicadores de desempenho econômico-financeiro utilizados no estudo. Os resultados foram organizados de forma comparativa entre empresas com práticas de governança corporativa e aquelas sem governança corporativa, abrangendo o período de 2022 a 2024.

Essa etapa tem por objetivo caracterizar o comportamento geral das variáveis analisadas, permitindo uma compreensão preliminar sobre o desempenho, a variabilidade e a consistência dos resultados observados entre os diferentes grupos. A partir dessa análise, busca-se identificar padrões que indiquem diferenças estruturais no desempenho financeiro associadas ao nível de governança adotado, servindo como base para as análises estatísticas inferenciais realizadas posteriormente.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas do ROE

ANO	EMPRESAS	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
2022	Com governança	1,58	18,79	12,26	14,27	5,73
	Sem governança	-0,46	23,18	12,84	12,85	7,34
2023	Com governança	6,87	25,17	14,74	15,72	6,13
	Sem governança	-0,45	22,86	10,34	8,25	7,52
2024	Com governança	6,34	27,48	13,72	12,82	6,9
	Sem governança	-12,17	18,53	10,07	13,99	10,12

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

Analisando a Tabela 4, pode-se entender que as empresas com governança apresentaram desempenho superior na maioria das medianas do ROE em relação às sem governança, com exceção apenas do ano de 2023.

O cenário se mantém quando compara-se os valores de média dos mesmos. Em 2022 ROE médio das companhias com governança situou-se em 12,26, enquanto nas empresas sem governança foi superior, indicando maior capacidade destas em gerar retorno sobre o capital próprio. Já em 2023, ROE das empresas com governança apresentou média maior que 14, enquanto as sem governança recuaram para 10,34, mantendo-se a diferença entre os grupos.

Por fim, em 2024 o ROE médio das empresas com governança recuou para 13,72, porém se manteve acima das empresas sem governança, que registraram médias próximas de 10. Esse resultado sugere que as empresas com estruturas de governança mais robustas foram capazes de mitigar os efeitos negativos do cenário econômico, sustentando rentabilidade superior.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas do ROA

ANO	EMPRESAS	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
2022	Com governança	0,14	2,05	1,11	1,25	0,57
	Sem governança	-0,1	6,16	2,16	1,26	1,91
2023	Com governança	0,61	2,26	1,25	1,18	0,55
	Sem governança	-0,1	3,19	1,36	0,82	1,21
2024	Com governança	0,38	2	1,08	1,04	0,55
	Sem governança	-11,94	3,35	0,09	1,21	4,33

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

No caso do ROA, as medianas se alteram constantemente, com resultados maiores para as empresas com governança apenas no ano de 2023. Quanto às médias, as empresas sem governança apresentaram resultados maiores em 2022 e 2023, porém tiveram uma grande diminuição no último ano analisado, caindo de 1,36 em 2023 para 0,09 em 2024. Esse resultado mostra uma maior eficiência no uso dos ativos para geração de lucro, refletindo práticas de gestão financeira mais estruturadas.

Tabela 6 – Estatísticas descritivas da Margem Líquida

ANO	EMPRESAS	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
2022	Com governança	0,96	33,57	10,54	8,45	9,28
	Sem governança	-5,22	35,05	11,64	7,12	12,36
2023	Com governança	3,62	40,54	11,51	8,55	10,72
	Sem governança	-5,22	32,62	10,57	6,86	11,63
2024	Com governança	2,89	31	9,58	8,43	8,23
	Sem governança	-5,22	28,21	10,83	10,36	10,32

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

A Margem Líquida apresentou maior variabilidade entre as empresas. As com governança registraram média de 10,54 no ano de 2022, enquanto as sem governança alcançaram valores médios superiores, próximos de 11. Já em 2023, as empresas com governança registraram média de 11,51, enquanto as sem governança apresentaram maior variação, com média inferior de 10,57.

No último ano, as empresas sem governança apresentaram média próxima de 11, enquanto as com governança mantiveram desempenho mais irregular, com média inferior assim como no ano de 2022, com uma grande diminuição para 9,58 em 2024. Isso sugere que, embora ambas as categorias apresentem dispersão, as empresas sem governança conseguem manter margens mais sustentáveis e menos voláteis.

Tabela 7 – Estatísticas descritivas do *Market-to-Book*

ANO	EMPRESAS	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
2022	Com governança	0,31	2,37	1,05	0,91	0,59
	Sem governança	0,56	3,59	1,06	0,80	0,90
2023	Com governança	0,47	3,04	1,27	1,07	0,72
	Sem governança	0,62	2,65	1,17	0,96	0,6
2024	Com governança	0,49	2,0	1,05	0,86	0,54
	Sem governança	0,65	1,29	0,86	0,74	0,25

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

Em relação ao *Market-to-Book*, as empresas com governança exibiram média de 1,05 no ano de 2022, enquanto as sem governança ficaram com 1,06, indicando que não houve muita diferença entre os dois grupos analisados. Porém nos anos seguintes, o desempenho das empresas com governança foi superior, apesar de ter sofrido uma queda de 1,27 em 2023 para 1,05 em 2025. Os valores de mediana também foram semelhantes, com desempenho superior das empresas com governança nos três anos analisados, sinalizando maior valorização de mercado e confiança dos investidores em relação àquelas que adotam práticas de transparência e equidade.

Tabela 8 – Estatísticas descritivas do Q de Tobin

ANO	EMPRESAS	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
2022	Com governança	1,03	1,26	1,09	1,08	0,07
	Sem governança	1,05	1,55	1,17	1,11	0,16
2023	Com governança	1,05	1,35	1,12	1,09	0,09
	Sem governança	1,06	1,62	1,19	1,12	0,17
2024	Com governança	1,04	1,2	1,09	1,06	0,05
	Sem governança	1,04	1,64	1,16	1,09	0,18

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

Os resultados do Q de Tobin mantiveram-se estáveis, com médias ligeiramente superiores nas empresas sem governança, que apresentou média próxima de 1,2 enquanto as empresas com governança se mantiveram próximo de 1,1 nos anos avaliados. A mediana apresentou resultados semelhantes, com médias pouco dispersas porém com superioridade nas empresas com governança.

De forma geral, a análise das estatísticas descritivas evidencia que, entre 2022 e 2024, as empresas com governança corporativa apresentaram desempenho mais consistente e estável na maioria dos indicadores de rentabilidade e valorização de mercado, sem valores negativos em nenhum dos indicadores. Em especial, os resultados de ROE e *Market-to-Book* indicam uma tendência de maior eficiência e retorno sobre o capital próprio nas empresas que adotam práticas de governança, reforçando o papel dessas estruturas na mitigação de riscos e na manutenção da confiança dos investidores, mesmo diante de oscilações econômicas.

Por outro lado, os indicadores ROA, Margem Líquida e Q de Tobin apresentaram variações mais equilibradas entre os grupos, demonstrando que a simples adesão à governança corporativa não garante desempenho superior em todos os aspectos financeiros. Ainda assim, observa-se que as empresas com governança tendem a exibir menor volatilidade e maior previsibilidade nos resultados, sugerindo que a governança atua como um mecanismo de estabilidade e sustentabilidade organizacional.

4.2 TESTE DE HIPÓTESE: MANN-WHITNEY

O indicador de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) mede a capacidade das empresas de gerar lucro a partir do capital próprio investido pelos acionistas.

Tabela 9 – Análise Estatística ROE

Ano	Testes Estatísticos	Com Governança	Sem Governança
2022	Rank Médio	14,27	12,85
	Soma dos Ranks	104	106
	Mann-Whitney U	51	49
2023	Rank Médio	15,72	8,25
	Soma dos Ranks	123	87
	Mann-Whitney U	32	68
2024	Rank Médio	12,82	13,99
	Soma dos Ranks	110	100
	Mann-Whitney U	45	55

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

Em 2022, o rank médio do ROE nas empresas com governança foi de aproximadamente 14,27, enquanto nas empresas sem governança o resultado médio foi inferior, situando-se próximo de 13. Essa diferença manteve-se ao longo do tempo: em 2023, as empresas com governança registraram média em torno de 15, e as sem governança 8; já em 2024, o grupo sem governança apresentou uma leve recuperação, atingindo média próxima de 14, contra 12,82 das demais.

Esses resultados sugerem uma tendência positiva no desempenho das empresas com práticas de governança, reforçando o argumento de que estruturas mais robustas de controle e transparência tendem a contribuir para melhor uso do capital próprio e maior previsibilidade nos lucros. Além disso, observou-se menor dispersão e volatilidade nos valores do ROE entre as empresas com governança, evidenciando maior estabilidade e consistência nos resultados ao longo dos exercícios.

Entretanto, apesar das diferenças visuais e descritivas, o teste não paramétrico de Mann-Whitney U apontou que os valores de U calculado foram inferiores ao U crítico (23), indicando que as diferenças entre as medianas dos grupos com e sem governança não são estatisticamente significativas. Não há evidências suficientes para rejeitar a hipótese nula apresentada na Tabela 3, na menção de empresas com governança e sem governança são estatisticamente iguais. Sob o ponto de vista estatístico, que o nível de governança impactou de forma relevante o retorno sobre o patrimônio líquido das empresas analisadas.

O ROA avalia a eficiência das empresas em gerar lucro a partir de seus ativos totais. Na presente pesquisa, a análise descritiva mostrou que as empresas com governança corporativa apresentaram, de forma consistente, médias mais elevadas de ROA ao longo do período de 2022 a 2024, embora as diferenças em relação às empresas sem governança tenham sido modestas.

Os resultados indicam que as empresas com práticas de governança conseguem manter uma utilização mais eficiente de seus ativos. Esse comportamento reforça o papel da governança na melhoria dos processos decisórios, controle interno e gestão dos recursos financeiros, que reduzem custos de agência e contribuem para o aumento da eficiência organizacional.

Verificou-se que as empresas com governança apresentaram menor variabilidade e desempenho mais previsível, enquanto as sem governança exibiram valores mais dispersos e, em alguns períodos, resultados negativos, demonstrando maior sensibilidade a fatores externos.

Tabela 10 – Análise Estatística ROA

Ano	Testes Estatísticos	Com Governança	Sem Governança
2022	Rank Médio	1,25	1,26
	Soma dos Ranks	96	114
	Mann-Whitney U	59	41
2023	Rank Médio	1,18	0,82
	Soma dos Ranks	112	98
	Mann-Whitney U	43	57
2024	Rank Médio	1,04	1,21
	Soma dos Ranks	100	110
	Mann-Whitney U	55	45

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

Apesar dessa tendência favorável, os testes de comparação de médias realizados para os três anos demonstraram ausência de diferenças estatisticamente significativas entre os grupos ($p > 0,05$ em todos os métodos aplicados). Assim, ainda que o grupo sem governança tenha apresentado médias de ROA superiores em 2022 e 2023, e o grupo com governança tenha se destacado em 2024 após o impacto do outlier, tais diferenças não se mostraram estatisticamente robustas, levando a não rejeição da hipótese nula (Tabela 3). De forma consolidada, os resultados sugerem que, no período analisado, a adoção de níveis diferenciados de governança corporativa não se configurou como fator determinante para melhoria do desempenho sobre os ativos das empresas do setor financeiro.

O indicador Margem Líquida foi utilizado para avaliar a eficiência operacional e a capacidade das empresas em converter receitas em lucro líquido, possibilitando observar diferenças de desempenho entre os níveis de governança corporativa ao longo dos exercícios de 2022, 2023 e 2024.

Tabela 11 – Análise Estatística Margem Líquida

Ano	Testes Estatísticos	Com Governança	Sem Governança
2022	Rank Médio	8,445	7,115
	Soma dos Ranks	102	108
	Mann-Whitney U	53	47
2023	Rank Médio	8,55	6,855
	Soma dos Ranks	112	98
	Mann-Whitney U	43	57
2024	Rank Médio	8,43	10,36
	Soma dos Ranks	98	112
	Mann-Whitney U	57	43

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

O indicador de Margem Líquida revelou diferenças mais expressivas entre os grupos. Nos três períodos analisados, observou-se que as empresas com governança corporativa apresentaram margens líquidas médias superiores às das empresas sem governança, com resultados mais consistentes e menor variação ao longo do tempo. As empresas com governança corporativa apresentaram médias superiores e menor dispersão, evidenciando maior controle sobre custos e despesas e melhor eficiência operacional. Apesar da vantagem numérica, o teste de Mann-Whitney indicou que as diferenças não foram estatisticamente significativas ($U < 23$), o que leva à não rejeição da hipótese nula (Tabela 3), demonstrando que as distribuições das amostras são semelhantes.

Esses resultados reforçam que níveis mais elevados de governança estão associados à maior eficiência operacional, ao controle de riscos e à sustentabilidade dos resultados, conforme argumentam Assaf Neto (2023) e Almeida et al. (2018). Dessa forma, a Margem Líquida mostra-se um indicador sensível para captar os efeitos positivos das boas práticas de governança, especialmente no setor financeiro, em que a credibilidade e a transparência são fatores determinantes para a criação de valor e a atração de investidores. Considerando-se que o Market To Book (MTB) reflete a relação entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido, valores superiores a 1 indicam expectativas de criação de valor futuro e reconhecimento de ativos não capturados integralmente, o que permite avaliar a atratividade e o potencial de valorização dessas organizações sob a ótica dos investidores

Tabela 12 – Análise Estatística *Market-to-Book*

Ano	Testes Estatísticos	Com Governança	Sem Governança
2022	Rank Médio	0,91	0,80
	Soma dos Ranks	111	99
	Mann-Whitney U	44	56
2023	Rank Médio	1,07	0,96
	Soma dos Ranks	114	96
	Mann-Whitney U	41	59
2024	Rank Médio	0,86	0,74
	Soma dos Ranks	113	97
	Mann-Whitney U	42	58

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

A análise descritiva mostrou que, ao longo do período de 2022 a 2024, as empresas com governança corporativa apresentaram valores médios de MTB ligeiramente superiores em comparação às empresas sem governança. Mesmo sem grandes discrepâncias, as empresas com

governança tendem a manter melhor desempenho de mercado, sendo mais valorizadas pelos investidores. Isso pode estar associado ao nível de transparência, à credibilidade na divulgação de informações e ao menor risco percebido, aspectos valorizados em empresas que seguem boas práticas de governança corporativa.

Embora ambos os grupos tenham refletido expectativas positivas de geração de valor futuro no período analisado, os resultados mostram que o grupo com governança apresentou desempenho superior e mais estável e o grupo sem governança demonstrou maior volatilidade e variações mais marcantes na avaliação de valor. No entanto, o teste de Mann-Whitney novamente indicou que as diferenças não são estatisticamente significativas ($U < 23$), o que demonstra a não rejeição da hipótese nula apresentada na Tabela 3, indicando que a percepção de valor atribuída pelo mercado não variou de forma substancial entre os grupos. Mesmo assim, a menor volatilidade observada nas empresas com governança reforça a hipótese de que a transparência e a equidade contribuem para a manutenção da credibilidade e da atratividade junto aos investidores.

De maneira geral, o Q de Tobin mede a valorização de mercado da empresa em relação ao custo de reposição de seus ativos. Nos resultados obtidos nesta pesquisa, observou-se que tanto as empresas com governança quanto as sem governança apresentaram valores de Q de Tobin superiores a 1 ao longo dos três anos analisados, o que indica que, de modo geral, o setor financeiro brasileiro foi valorizado pelo mercado no período de 2022 a 2024. Ainda assim, o grupo com governança manteve valores médios ligeiramente superiores e maior estabilidade, enquanto o grupo sem governança apresentou maior dispersão e volatilidade.

Tabela 13 – Análise Estatística Q de Tobin

Ano	Testes Estatísticos	Com Governança	Sem Governança
2022	Rank Médio	1,08	1,11
	Soma dos Ranks	84	126
	Mann-Whitney U	71	29
2023	Rank Médio	1,09	1,12
	Soma dos Ranks	85	125
	Mann-Whitney U	70	30
2024	Rank Médio	1,06	1,09
	Soma dos Ranks	87	123
	Mann-Whitney U	68	32

Fonte: Elaborado pelos autores, 2025.

O grupo com governança apresentou maior estabilidade e menor dispersão, enquanto o grupo sem governança exibiu oscilações mais intensas, refletindo maior sensibilidade às variações do mercado. Os testes de comparação de médias revelaram ausência de diferenças estatisticamente significativas entre os grupos em todos os anos analisados ($p > 0,05$). Tanto o teste t de Student quanto o teste de Mann-Whitney confirmaram que as variações observadas nos valores médios do Q de Tobin não foram suficientes para caracterizar superioridade significativa de um grupo sobre o outro, levando, portanto, a não rejeição da hipótese nula, empresas com governança e sem governança são estatisticamente iguais.

Dessa forma, não foi possível comprovar que empresas com níveis diferenciados de governança corporativa foram mais valorizadas pelo mercado do que aquelas listadas no mercado tradicional. Esse resultado está alinhado à ideia de que o impacto da governança sobre o valor de mercado tende a ser moderado em mercados emergentes, onde fatores macroeconômicos, institucionais e setoriais exercem influência predominante. Assim, ainda que a governança corporativa contribua para o fortalecimento da imagem e da credibilidade das

empresas, seus efeitos quantitativos sobre o valor de mercado podem ser diluídos por condições externas e pela percepção de risco sistêmico.

Em termos qualitativos, contudo, o grupo com governança apresentou maior consistência nos resultados do Q de Tobin, o que reforça a ideia de que a governança atua como mecanismo de estabilidade e mitigação de incertezas, especialmente em ambientes econômicos voláteis. Isso evidencia que, embora a relação entre governança e valor de mercado não tenha sido estatisticamente comprovada, há uma associação positiva entre a adoção de boas práticas e a solidez da percepção do mercado em relação às empresas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas do setor financeiro listadas na B3, no período de 2022 a 2024, à luz dos fundamentos da Teoria da Agência. A investigação buscou verificar se as práticas de governança corporativa contribuem efetivamente para o aumento da rentabilidade, da eficiência operacional e da valorização de mercado, utilizando como indicadores o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), o Retorno sobre Ativos (ROA), a Margem Líquida, o Market-to-Book e o Q de Tobin.

A análise descritiva dos dados revelou que, de modo geral, as empresas com práticas de governança apresentaram resultados mais consistentes e estáveis, destacando-se em alguns indicadores, especialmente no ROE e no Market-to-Book, que demonstraram tendência de desempenho superior em relação às empresas sem governança. Em contrapartida, indicadores como ROA, Margem Líquida e Q de Tobin apresentaram variações semelhantes entre os grupos, indicando que a simples adesão a práticas formais de governança não garante, por si só, desempenho financeiro superior. Essa constatação sugere que mecanismos de governança podem estar associados a maior estabilidade dos resultados e melhor gestão dos recursos, conforme argumentam Carreiro et al. (2021) e Batistella, Kruger e Moura (2022), que destacam a governança corporativa como um fator de mitigação de riscos e de aprimoramento da transparência organizacional.

Contudo, os resultados do teste não paramétrico de Mann-Whitney U demonstraram que as diferenças observadas não foram estatisticamente significativas, indicando ausência de evidências suficientes para afirmar que os grupos diferem entre si. Em outras palavras, embora as empresas com governança apresentem tendência de melhor desempenho e menor volatilidade nos resultados, tais diferenças não se mostraram significativas do ponto de vista estatístico. Esse achado está alinhado a estudos anteriores, como o de Rossetti e Andrade (2014), que apontam que a relação entre governança corporativa e desempenho pode ser influenciada por outros fatores, como o porte da empresa, o setor de atuação e as condições macroeconômicas.

Esse resultado pode ser explicado por fatores externos e estruturais que afetam o setor financeiro como um todo, como o cenário macroeconômico, as variações de taxa de juros, a política de crédito e a regulação bancária, aspectos que podem influenciar os lucros de forma mais intensa do que as diferenças entre níveis de governança. Mesmo sem significância estatística, a tendência de médias mais equilibradas e resultados mais previsíveis nas empresas com governança é um indicativo importante. Ela sugere que a adoção de boas práticas de governança como conselhos de administração mais atuantes, auditorias independentes e transparência na divulgação das informações financeiras, pode contribuir para a estabilidade e previsibilidade dos resultados, reduzindo o risco de decisões gerenciais desalinhadas aos interesses dos acionistas.

Assim, conclui-se que, no contexto analisado, a adoção de práticas formais de governança corporativa não se traduziu necessariamente em melhor desempenho financeiro.

Entretanto, os resultados indicam que empresas com níveis mais elevados de governança tendem a apresentar maior previsibilidade e consistência nos resultados, o que reforça o papel da governança como mecanismo de redução de conflitos de agência e aumento da credibilidade junto ao mercado, conforme argumentam Almeida, Rodrigues e Silva (2018).

Essas evidências evidenciam que a governança corporativa, ainda que não se relacione diretamente com ganhos financeiros de curto prazo, contribui para a sustentabilidade e a confiança no longo prazo, ao fortalecer a transparência, a accountability e o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas.

Como recomendação para futuras pesquisas, propõe-se a ampliação do período de análise e a inclusão de variáveis qualitativas, como composição do conselho de administração, concentração acionária e estrutura de auditoria, a fim de compreender de forma mais abrangente a efetividade dos mecanismos de governança sobre o desempenho organizacional. Além disso, sugere-se a aplicação do modelo a outros setores econômicos, permitindo comparar o impacto da governança em diferentes contextos e ambientes regulatórios.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Fabrício Teixeira de; *et al.* Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção e engenharia. **Gestão e Regionalidade**. São Caetano do Sul, v. 34, n. 100, p. 110-126, 2018. Disponível em: https://seer.uscs.edu.br/index.php/revista_gestao/article/view/3594/0. Acessado em: 17 de março de 2025.

ALMEIDA, José Eustáquio de; RODRIGUES, Adriana Ferreira; SILVA, Carlos Alberto Gonçalves. Indicadores de desempenho organizacional: um estudo sobre sua utilização no setor financeiro. **Revista de Administração**, v. 53, n. 1, p. 35-48, 2018.

ANTONIK, Luis R.; MULLER, Aderbal N. **Análise Financeira**. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2016. *E-book*. ISBN 9786555206975. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786555206975/>. Acesso em: 17 mar. 2025.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2023.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços: Um Enfoque Econômico-financeiro**. 13. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2023. *E-book*. ISBN 9786559775125. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559775125/>. Acessado em: 17 de março de 2025.

B3. Governança corporativa. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/governanca-corporativa/. Acessado em: 11 de fevereiro de 2025.

BATISTELLA, Ana Julia; KRUGER, Silvana Dalmutt; MOURA, Geovane Dias de. Influência da governança corporativa e da auditoria no desempenho de companhias abertas. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**. Joaçaba, v. 21, n. 1, p. 77-100, 2022. Disponível em: <<https://periodicos.unoesc.edu.br/race/article/view/23880>>. Acesso em: 21 out. 2025.

BAUER, Rob; GUENSTER, Nadja; OTTEN, Roger. **Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance**. *Journal*

of *Asset Management*, v. 5, n. 2, p. 91–104, 2004. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=444543. Acessado em: 19 de agosto de 2025.

BITITCI, U. S.; GARENGO, P.; DÖRFLER, V.; NUDURUPATI, S. Conceituando a gestão de desempenho empresarial. **Revista Internacional de Gestão de Operações e Produção**, v. 32, n. 3, p. 321-359, 2012. Disponível em: https://findresearcher.sdu.dk/ws/portalfiles/portal/196823208/IJPPM_FV.pdf. acessado em: 12 de agosto de 2025.

CARREIRO, Nádia Kelly Duarte et al. Relações entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado: uma análise no contexto brasileiro. **Revista Facultad De Ciencias Económicas**. Bogotá, v. 29, n. 2, p. 11-28, 2021. Disponível em: <<http://www.scielo.org.co/pdf/rfce/v29n2/0121-6805-rfce-29-02-11.pdf>>. Acesso em: 21 out. 2025.

COASE, Ronald. **The Nature of the Firm**. Ed. 16, vol. 4, 1937. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>. Acessado em: 07 de fevereiro de 2025.

CORPORATE FINANCE INSTITUTE – CFI. **Market-to-Book Ratio (Price-to-Book Ratio)**. Disponível em: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/market-to-book-ratio-price-book/>. Acesso em: 27 de agosto de 2025.

COSSALTER, Marcelo Soares. **Revisão literária do “q” de Tobin e seu uso como indicador financeiro**. Orientador: Elton Eustáquio Casagrande. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas), Universidade Estadual Paulista, Araraquara – UNESP, Araraquara, 2021. Disponível em: <https://www.fclar.unesp.br/Home/Departamentos/Economia/ncee/taxa-q-de-tobin---revisao-bibliografica.pdf>. Acessado em: 17 de março de 2025.

EISENHARDT, K. M. **Agency Theory: An Assessment and Review**. Vol 4. No 1. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/258191>. Acessado em: 07 de fevereiro de 2025.

FERREIRA, A.; OTLEY, D. **The design and use of performance management systems: An extended framework for analysis**. *Management Accounting Research*, v. 20, n. 4, p. 263–282, 2009.

FLORES, Eduardo; BRAUNBECK, Guillermo; CARVALHO, Nelson. **Teoria da contabilidade financeira: fundamentos e aplicações**. São Paulo: Atlas, 2018. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597014525/>>. Acessado em: 25 de fevereiro de 2025.

FRANCO-SANTOS, M.; KENNERLEY, M.; MICHAEL B. *et al.* **Towards a definition of a business performance measurement system**. *International Journal of Operations & Production Management*, v. 27, n. 8, p. 784-801, 2007. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/235279622_Towards_a_definition_of_a_business_performance_measurement_system. Acessado em: 30 de julho de 2025.

GIACOMELLI, G; ELIAS, F; COLOMBO, J. A. *et al.* **Governança Corporativa**. Porto Alegre: SAGAH, 2017. E-book. ISBN 9788595021693. Disponível em:

<https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788595021693/>. Acessado em: 28 de fevereiro de 2025.

GONÇALVES, R. S.; PEIXOTO, F. M. Governança corporativa e indicadores ESG: impactos no desempenho empresarial. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 25, n. 6, p. 1-20, 2021.

GONZALEZ, M. Governança corporativa e acesso a financiamento: evidências do mercado brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 3, p. 365-390, 2012. Acessado em: 12 de agosto de 2025.

GONZALEZ, Roberto S. **Governança Corporativa, 1ª edição**. São Paulo: Trevisan Editora, 2012. *E-book*. ISBN 9788599519424. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788599519424/>. Acessado em: 03 de março de 2025.

HEDLUND, P, R, *et al.* **A relação entre governança corporativa e teoria da agência no gerenciamento de conflitos. Gestão e Sociedade**. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Felipe-Zaluski/publication/353149174_A_Relacao_entre_Governanca_Corporativa_e_Teoria_da_Agencia_no_Gerenciamento_de_Conflitos/links/60e9b978b8c0d5588ceaf66f/A-Relacao-entre-Governanca-Corporativa-e-Teoria-da-Agencia-no-Gerenciamento-de-Conflitos.pdf#page=16.16. Acessado em: 17 de março de 2025.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **IBGC lança 6ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em: <https://ibgc.org.br/blog/lancamento-sexta-edicao-codigo-melhores-praticas-ibgc>. Acessado em: 28 de fevereiro de 2025.

JENSEN, M. C; MECKLING, W, H. **Teoria da Firma: Comportamento dos Administradores, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade**. RAE – Revista de Administração de Empresas, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 87-101, 2008. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/vr3bbm6tBJStSmQZk4Y8y4m/?format=pdf&lang=pt>. Acessado em 07 de fevereiro de 2025.

KAMMLER, Edson Luis; ALVES, Tiago Wickstrom. **Análise da capacidade explicativa do investimento pelo “q” de Tobin em empresas brasileiras de capital aberto**. RAE eletrônica, v. 8, n. 2, 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/raeel/a/r6TKMg5Gxz8QcgmDk5BpQqq/?format=pdf&lang=pt>. Acessado em: 17 de março de 2025.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets*. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004. Acessado em: 12 de agosto de 2025.

LA PORTA, R. *et al.* *Investor protection and corporate governance*. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1–2, p. 3-27, 2000. Acessado em: 12 de agosto de 2025.

NEELY, A.; GREGORY, M.; PLATTS, K. **Divulgação do Estado da Arte da Avaliação de Desempenho Aplicada à Gestão de Projetos**. Disponível em:

https://www.scirp.org/pdf/AJIBM_2014112811011691.pdf. Acessado em: 12 de agosto de 2025.

ROCHA, Ricardo H.; CESTARI, Walter; PIELLUSCH, Marcos. **Mercado de capitais e bolsa de valores**. Barueri: Manole, 2023. *E-book*. ISBN 9788520458365. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788520458365/>. Acessado em: 03 de março de 2025.

ROSS, S. A. A teoria econômica da agência: O problema do principal. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/aer/top20/63.2.134-139.pdf>. Acessado em: 12 de agosto de 2025.

ROSSETTI, José P.; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências, 7ª edição**. 7. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2014. *E-book*. ISBN 9788522493067. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788522493067/>. Acessado em: 11 de fevereiro de 2025.

SANTOS, R. C.; SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa e valor da empresa no Brasil. **Revista de Administração da USP**, v. 42, n. 4, p. 435-448, 2007.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa E Sucesso Empresarial - Melhores Práticas Para Aumentar o Valor da Firma - 2ª Edição**. 2. ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2014. *E-book*. ISBN 9788502220492. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788502220492/>. Acessado em: 11 de fevereiro de 2025.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança corporativa nas empresas: como a boa governança corporativa impulsiona valor para uma gestão empresarial de sucesso**. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2023. *E-book*. ISBN 9788550817880. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788550817880/>. Acessado em: 11 de fevereiro de 2025.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas – 13ª edição revista e ampliada**. Porto Alegre: +A Educação - Cengage Learning Brasil, 2018. *E-book*. ISBN 9788522125784. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788522125784/>. Acessado em: 17 de março de 2025.

SILVA, José Pereira da. **Análise Financeira das Empresas**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018. SONZA, I. B; KLOECKNER, G, de O. **A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras**. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200005>. Acessado em: 07 de fevereiro de 2025.

SONZA, I. B; KLOECKNER, G, de O. **A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras**. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200005>. Acessado em: 07 de fevereiro de 2025.

SOSCHINKI, C. K; HAUSSMANN, D. C. S; *et al.* **Influência da cultura nacional na relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados**. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1808-057x202110510>. Acessado em 07 de fevereiro de 2025.