



Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas
(FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
Bacharelado em Ciências Contábeis

BRUNA SCHMALTZ GUEDES PAIXÃO

Relação entre a Governança Corporativa e os Indicadores de Performance Financeira das
Companhias Listadas na B3 no setor de atuação Bens Industriais

Brasília, DF
2024

BRUNA SCHMALTZ GUEDES PAIXÃO

Relação entre a Governança Corporativa e os Indicadores de Performance Financeira das
Companhias Listadas na B3 no setor de atuação Bens Industriais

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo)
apresentado ao Departamento de Ciências
Contábeis e Atuariais da Faculdade de
Economia, Administração e Contabilidade da
Universidade de Brasília como requisito parcial
de obtenção do grau de Bacharel em Ciências
Contábeis.

Orientador:
Prof. Dr. José Alves Dantas

Linha de pesquisa:
Contabilidade Financeira

Área:
Mercado de Capitais

Brasília, DF
2024

SP149r Schmaltz Guedes Paixão, Bruna
Relação entre a Governança Corporativa e os Indicadores de Performance Financeira das Companhias Listadas na B3 no setor de atuação Bens Industriais / Bruna Schmaltz Guedes Paixão; orientador José Alves Dantas. -- Brasília, 2024.
39 p.

Monografia (Graduação - Ciências Contábeis) --
Universidade de Brasília, 2024.

1. Governança Corporativa. 2. Indicadores de Performance Financeira. 3. Segmentos Especiais de Listagem da B3. 4. Setor de Bens Industriais. I. Alves Dantas, José, orient. II. Título.

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Diêgo Madureira de Oliveira
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor José Márcio Carvalho
Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias

Professor Doutor Alex Laquis Resende
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Doutor Wagner Rodrigues dos Santos
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

BRUNA SCHMALTZ GUEDES PAIXÃO

RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS INDICADORES DE
PERFORMANCE FINANCEIRA DAS COMPANHIAS LISTADAS NA B3 NO SETOR DE
BENS INDUSTRIAIS

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo)
apresentado ao Departamento de Ciências
Contábeis e Atuariais da Faculdade de
Economia, Administração e Contabilidade da
Universidade de Brasília como requisito parcial
de obtenção do grau de Bacharel em Ciências
Contábeis.

Prof. Dr. José Alves Dantas
Orientador
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade Brasília (UnB)

Profa. Raíssa Aglé Moura de Sousa
Examinador
Universidade Federal da Bahia (UFBA)

BRASÍLIA
2024

Ao meu marido Eduardo por me apoiar e encorajar durante todo esse tempo.

Aos meus amados filhos Arthur e Maya por me inspirarem a ser melhor a cada dia.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pelo dom da vida e pelas bênçãos e cuidado demonstrados a mim. Ao meu marido, pois sem ele e seu suporte e amor diário eu não teria conseguido seguir em frente. Aos meus filhos Arthur e Maya, pelo carinho e por me desafiarem, mesmo sem saberem, a não desistir. À minha família, pelo apoio, incentivo e exemplo de vida e amor. Ao meu professor orientador José Alves Dantas, pela paciência, apoio e direção na elaboração deste artigo.

RESUMO

Com o crescimento do tema governança corporativa no mercado acionário e dentro das próprias empresas, é possível que mais organizações busquem aprimorar sua governança, tanto para dirimir riscos e deixá-la mais transparente, quanto para se destacar aos acionistas e stakeholders em relação às demais empresas da bolsa. Entretanto, a melhoria da governança corporativa e, por conseguinte, a melhoria de seus processos internos, vem apresentando resultados significativos também em seus indicadores de performance financeira? Este estudo comparou os indicadores ROA, ROE e EBITDA das empresas do setor de Bens Industriais listadas nos segmentos de governança corporativa da B3 com os das companhias listadas no segmento básico, considerando os dados de 2019 a 2023, para testar a hipótese de que as entidades com melhor governança registrariam melhor performance. Os resultados dos testes de diferença de média não corroboraram a hipótese de pesquisa, uma vez que as diferenças nos indicadores dos dois grupos não se mostraram estatisticamente relevantes. Um dos motivos levantados foi o da grande dispersão dos dados constatado pelos valores de mínimo, máximo e desvio padrão dos indicadores das empresas, principalmente para o grupo de empresas pertencentes ao segmento básico da B3, ou por ser uma característica do próprio setor de Bens Industriais, dentre outros possíveis fatores levantados, levando a crer que, apesar dos bons resultados que uma boa governança corporativa pode oferecer à empresa, estes não impactam de forma estatisticamente significativa os indicadores de performance financeira avaliados neste estudo.

Palavras-chaves: Governança Corporativa. Indicadores de Performance Financeira. Segmentos Especiais de Listagem da B3, Setor de Bens Industriais.

ABSTRACT

With the growth of the topic of corporate governance in the stock market and within companies themselves, it is possible that more organizations will seek to improve their governance, both to resolve risks and make it more transparent, and to stand out to shareholders and stakeholders in relation to other companies. However, has the improvement of corporate governance and, consequently, the improvement of its internal processes, also shown significant results in its financial performance indicators? This study compared the ROA, ROE and EBITDA indicators of companies in the Industrial Goods sector listed in B3's corporate governance segments with those of companies listed in the basic segment, considering data from 2019 to 2023, to test the hypothesis that entities with better governance they would record better performance. The results of the mean difference tests did not corroborate the research hypothesis, since the differences in the indicators of the two groups were not statistically relevant. One of the reasons raised was the great dispersion of data, ascertained by the minimum, maximum and standard deviation values of company indicators, mainly for the group of companies belonging to the basic segment of B3, or because it is a characteristic of the Industrial Goods sector itself. , among other possible factors raised, leading us to believe that, despite the good results that good corporate governance can offer the company, these do not have a statistically significant impact on the financial performance indicators evaluated in this study.

Keywords: Corporate Governance. Financial Performance Indicators. B3 Special Listing Segments, Industrial Goods Sector.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Empresas do setor de Bens Industriais, por listagem em segmentos de governança corporativa.....	22
Tabela 2: Estatísticas descritivas do Return on Asset (ROA) das empresas do setor de Bens Industriais, por segmentos de governança corporativa.....	23
Tabela 3: Estatísticas descritivas do Return on Equity (ROE) das empresas do setor de Bens Industriais, por segmentos de governança corporativa.....	24
Tabela 4: Estatísticas descritivas do EBITDA das empresas do setor de Bens Industriais, por segmentos de governança corporativa.....	26
Tabela A 1 - Diferenças entre os Segmentos de Listagem da B3.....	33
Tabela A 2 - Empresas listadas na B3 no setor econômico Bens Industriais	34

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
2.1 Governança Corporativa.....	12
2.1.1 Breve Histórico.....	12
2.1.2 Princípios e Agentes.....	12
2.1.3 Fiscalização e Controle.....	13
2.2 Indicadores de Performance Financeira.....	15
2.2.1 Return on Equity (ROE)	15
2.2.2 Return on Asset (ROA)	16
2.2.3 Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)	16
2.3 Estudos Anteriores.....	17
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	19
3.1 População e Dados.....	19
3.2 Indicadores e Parâmetros de Análise.....	20
4 RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÃO	22
4.1 Análise do ROA por Segmentos de Governança.....	23
4.2 Comparação do ROE por Segmentos de Governança.....	24
4.3 Comparação do EBITDA por Segmentos de Governança.....	25
4.4 Conjunto dos Achados.....	27
5 CONCLUSÕES	29
REFERÊNCIAS	31
APÊNDICE A	33

1 INTRODUÇÃO

Desde 1991, quando o termo “governança corporativa” começou a ser utilizado, é possível perceber seu crescimento e fortalecimento dentro das empresas (Rosseti & Andrade, 2014). A criação e constante atualização de códigos de boas práticas, a fundação de institutos com o objetivo de tratar sobre o tema e as mudanças nos segmentos de listagem na B3 para destacar as empresas com estruturas de governança corporativa (GC) mais robustas, corroboram com essa afirmação.

Como seus princípios são, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2023), integridade, transparência, equidade, responsabilização e sustentabilidade, a premissa é que a governança corporativa pode auxiliar a tomada de decisão dos administradores das empresas e contribuir para um desenvolvimento sustentável no que impacta a sociedade, a economia e o meio ambiente (IBGC, 2023) e é por isso que os investidores têm buscado cada vez mais investir em empresas que possuem melhores governanças (Rosseti & Andrade, 2014).

A governança corporativa, na busca de seus princípios, pode transformar a forma de pensar e agir das organizações, e por isso, faz sentido acreditar que quanto mais desenvolvida e utilizada a GC, melhor seria a performance financeira da organização, uma vez que essa presa por uma boa gestão, uma gestão transparente, devidamente auditada, com comitês que buscam o melhor resultado da empresa e com melhores controles internos (IBGC, 2023) que, por sua vez, auxiliam a reduzir a ocorrência dos riscos na empresa (ABNT NBR ISO 31000, 2018). Entretanto, a governança corporativa tem de fato gerado melhores indicadores de performance financeira para as empresas que investem tempo, esforço e dinheiro para estarem cada vez mais em conformidade com os códigos de boas práticas?

Estudos sobre o tema governança corporativa e seus possíveis impactos nos indicadores financeiros tem demonstrado que quanto mais a empresa possui comitês com membros independentes e auditorias externas realizadas pelas maiores firmas de auditoria (*big four*), por exemplo, maior é seu grau de transparência e melhores são suas informações divulgadas (Batistella, Kruger & Moura, 2020). Uma GC mais consolidada também tem demonstrado maior transparência nas decisões tomadas pelas organizações e maior resultado em indicadores como o *Return on Asset* (ROA), além de melhor valor de mercado por meio da análise do *q* de Tobin (Catapa & Colauto, 2014). O estudo de Sant’Ana (2019) confirmou que as organizações com boa governança corporativa possuem melhores resultados no indicador *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), principalmente aquelas auditadas pelas *big four*. Dessa forma, faz sentido acreditar que de fato a governança corporativa pode trazer benefícios para os indicadores financeiros daquelas empresas que nela investem.

Considerando esse contexto, o objetivo deste estudo foi verificar se as empresas listadas nos segmentos de governança corporativa da B3, no setor de Bens Industriais, apresentam melhores indicadores de performance financeira em comparação às listadas no segmento básico desse setor. A escolha deste setor de atuação foi realizada tendo como base a diversificação dos segmentos de listagem aos quais as empresas do setor Bens Industriais estão relacionadas, ou seja, a diversificação dos padrões de governança corporativa que elas possuem. Foram avaliadas as informações relativas aos indicadores financeiros ROA, ROE e EBITDA, dos anos de 2019 a 2023, cujos dados foram obtidos na Economática, e promovida a comparação das estatísticas de tendência central – média e mediana – entre grupos representativas dos segmentos de governança da B3 e das empresas que não integram tais segmentos.

Este estudo se justifica por confirmar se os indicadores de performance financeira das instituições listadas em segmentos de governança corporativa são superiores ao das empresas não listadas nestes segmentos, podendo ser posteriormente utilizado pelos *stakeholders* para se investir mais recursos ou eliminar gastos na GC de suas empresas, possibilitando maior embasamento em suas decisões. Este trabalho mostra-se importante também por atualizar os estudos anteriores a ele sobre esta temática a fim de confirmar se houve mudanças em seus resultados devido a alterações no mercado acionário nos últimos anos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

2.1.1 Breve Histórico

O termo governança corporativa (GC) surgiu nos Estados Unidos em 1991, com Robert Monks, ativista que buscou deixar em evidência dois valores, o senso de justiça e a conformidade legal, mostrando a importância da governança não só para as empresas, mas para a sociedade como um todo (Rosseti & Andrade, 2014). Desde sua aparição, a governança corporativa vem crescendo em importância, principalmente para os investidores. Conforme Rosseti e Andrade (2014), a GC vem sendo utilizada como um indicador do desempenho e evolução da empresa, assim como se utiliza as demonstrações financeiras, sendo uma boa governança um diferencial que chama a atenção dos 70 a 80% dos investidores que estão dispostos a pagar valores mais altos pelas ações das empresas mais bem governadas.

O primeiro código de melhores práticas da GC surgiu em 1992, na Inglaterra, denominado Relatório Cadbury (Rosseti & Andrade, 2014). No Brasil, o IBGC foi fundado em 1995 como a referência nacional de GC e tem como objetivo propagar as melhores práticas da GC para as organizações, a fim de que elas possam utilizá-las e contribuir para uma sociedade mais aprimorada, buscando tanto o agir sustentável nela, quanto na economia e no meio ambiente no qual estão inseridas (IBGC, 2023). O próprio IBGC foi o responsável por criar o primeiro código das melhores práticas de GC no Brasil, divulgado em 1999, estando em 2023 em sua 6ª edição.

2.1.2 Princípios e Agentes

Segundo o IBGC (2023), a GC possui cinco princípios fundamentais: integridade, transparência, equidade, responsabilização e sustentabilidade, conforme detalhado a seguir:

- **Integridade:** está relacionada a ética, a coerência e a imparcialidade na tomada de decisão, visando o que é melhor para a empresa, partes interessadas, sociedade e meio ambiente;
- **Transparência:** beneficia o ganho da confiança das partes interessadas por meio da divulgação de informações corretas, fidedignas, compreensíveis e em tempo hábil apropriado;
- **Equidade:** dispõe sobre o tratamento justo que as partes interessadas devem receber, mudando a abordagem conforme a necessidade e individualidade de cada um ou a singularidade do coletivo, sempre se utilizando do respeito;

- **Responsabilização:** está relacionada à consciência que a empresa deve ter acerca do impacto que suas decisões detêm sobre as partes interessadas e sobre o meio ambiente físico e social, dessa forma, toda decisão tomada deve ser desempenhada com zelo e transparência, possibilitando a prestação de contas; e
- **Sustentabilidade:** visa proteger a economia e as finanças da empresa a partir do pressuposto de que a organização está inserida em um meio que a impacta e que, da mesma forma, ela impacta o meio, devendo haver balanço e manejo adequado nas suas escolhas com o intuito de se manter a viabilidade da empresa.

Esses princípios devem nortear e embasar as decisões tomadas pelas empresas, sendo principalmente utilizados pelos agentes de governança que, por sua vez, são os responsáveis por levar a GC para todas as extensões da empresa e ser exemplo dela, sendo eles: os sócios da empresa, os membros dos conselhos e comitês, membros das diretorias, auditores e quaisquer outros profissionais que atuem na empresa com o intuito de difundir e garantir a prática dos cinco princípios fundamentais da governança corporativa anteriormente mencionados (IBGC, 2023).

Também faz parte da função dos agentes de governança, garantir a existência de processos e políticas internas eficazes, amplamente utilizados e atualizados, a fim de que os cinco princípios fundamentais da GC possam ser aplicados por toda a organização e, com isso, surtam dados e informações suficientes para tomadas de decisão equilibradas e transparentes, em todo o tempo com o intuito do melhor interesse da empresa (IBGC, 2023).

2.1.3 Fiscalização e Controle

Pode-se constatar o crescimento da importância da governança corporativa, por exemplo, com a criação do Novo Mercado pela bolsa do Brasil, a B3, nos anos 2000, cuja listagem de empresas deve possuir um padrão elevado de transparência, padrão este que chama a atenção dos investidores mais exigentes que buscam e dão valor a uma GC mais robusta nas empresas de sua carteira (B3, 2024). Dessa forma, com a criação do Novo Mercado, a B3 ampliou ainda mais a discussão sobre a GC, separando as empresas nos segmentos de listagem Básico (único segmento que não possui regra específica relacionada a governança corporativa), e nos segmentos especiais Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2 e Novo Mercado (B3, 2024), sendo esta última a categoria das empresas com os maiores padrões de GC e por isso, exigindo que elas se adequem às regras mais consistentes de transparência e governança, mesmo que não haja análise da qualidade em si dessa governança, há o

comprometimento, em forma de contrato assinado, de adequação a essas regras pela empresa listada (Póvoa, 2021).

Os segmentos de listagem especiais possuem as seguintes características:

- Bovespa Mais: permite que as empresas estejam listadas, mas sem oferta de ações. Possui os mesmos princípios de boas práticas de governança corporativa que o segmento Novo Mercado, mas foi elaborado para empresas que querem acessar o mercado gradativamente se prepararem para, em até 7 anos, realizarem sua abertura de capital. (B3, 2024).
- Bovespa Mais Nível 2: Semelhante ao Bovespa Mais, porém com direito a manter ações preferenciais (B3, 2024).
- Nível 1: é o segmento de listagem especial menos restritivo. Para fins de transparência, as empresas listadas nele devem publicar calendários de eventos corporativos, realizar reunião pública e divulgar sua política de negociação e código de conduta (Bora Investir, 2024).
- Nível 2: Segmento similar ao Novo Mercado, porém, com menos exigências e com direito de manter ações preferenciais (B3, 2024).
- Novo Mercado: referência no nível de transparência, com maior divulgação de dados (Bora Investir, 2024). Possui um padrão mais rígido de GC com obrigatoriedade de possuir, por exemplo, comitê de auditoria e as áreas de compliance e de auditoria interna, além de ter que divulgar informações adicionais, tais como: Regimento do Conselho de Administração (CA), política de remuneração e relatório resumido do comitê de auditoria, demonstrando maior comprometimento com suas divulgações e controles internos (B3, 2024).

De acordo com o IBGC (2023), há órgãos de fiscalização e controle que possuem o papel de auxiliar os sócios da empresa, o conselho de administração e as diretorias a garantir que os cinco princípios fundamentais, os processos e os controles internos criados para uma boa gestão estejam eficazes, dependendo da estrutura da empresa e da legislação aplicáveis:

- Conselho Fiscal: órgão colegiado que possui como objetivo fiscalizar as ações do conselho de administração e dos diretores executivos para reportar aos sócios (IBGC, 2023);
- Auditoria Independente: empresa externa a organização que deve emitir uma opinião acerca da veracidade das demonstrações financeiras e dos relatórios corporativos, avaliando, para isso, se os controles internos da organização são adequados para impedir distorções relevantes (IBGC, 2023);
- Auditoria Interna: área que tem como objetivo o aprimoramento dos processos, controles internos e normas, por meio da avaliação e da execução de testes deles, além da identificação de riscos (IBGC, 2023); A auditoria interna, devido ao seu objetivo de aprimorar a eficácia

dos processos internos da organização, auxiliando a reduzir a probabilidade de ocorrência dos riscos (IIA, 2024), auxiliam a empresa a fortalecer sua GC (IBGC, 2023).

- Gerenciamento de Riscos: os riscos da empresa devem ser gerenciados, ou seja, identificados, priorizados, mitigados e monitorados (IBGC, 2023);
- Controles Internos: existem para manter ou modificar riscos (ABNT NBR ISO 31000, 2018) e para garantir que a empresa atinja seus objetivos (IBGC, 2023); e
- Compliance: tem como base o princípio da integridade e auxilia a empresa a prevenir fraudes, lavagem de dinheiro, dentre outros atos ilícitos (IBGC, 2023).

2.2 Indicadores de Performance Financeira

O mercado acionário brasileiro, operado pela B3, possuía, em novembro de 2023, 436 empresas listadas (Infomoney, 2024), e cabe ao investidor a decisão de em quais empresas ele irá investir. Apesar dessa decisão ser algo pessoal, existem diversas análises e indicadores que podem ser utilizados para se avaliar as empresas e embasar as decisões dos investidores.

Na análise econômico-financeira de uma empresa, são utilizadas informações obtidas em suas demonstrações financeiras e o conhecimento sobre a empresa e o segmento em que a mesma atua, com o intuito de se compreender e avaliar aspectos como: (1) capacidade de pagamento da empresa mediante a geração de caixa, (2) capacidade de remunerar os investidores, gerando lucro em níveis compatíveis com suas expectativas, (3) nível de endividamento, motivo e qualidade do endividamento, (4) políticas operacionais e seus impactos na necessidade de capital de giro da empresa e (5) impacto das decisões estratégicas relacionadas a investimentos e financiamentos (Silva, 2018).

Dentre os diversos indicadores de performance financeira existentes, destacam-se o *Return on Equity* (ROE), que demonstra o retorno sobre o patrimônio líquido, o ROA, que demonstra o retorno sobre os ativos, e o EBITDA, que demonstra a capacidade de geração de caixa operacional da empresa, conforme detalhado em seguida.

2.2.1 Return on Equity (ROE)

Há indicadores como o ROE, ou retorno sobre patrimônio líquido, considerado o principal indicador de rentabilidade patrimonial, ou seja, rentabilidade sobre o capital dos sócios (Málaga, 2017). O ROE é calculado dividindo o lucro líquido pelo valor contábil do patrimônio líquido (Damodaran, 2012) e seu resultado pode refletir a qualidade das decisões tomadas pelos administradores da empresa, tanto no quesito operacional, financeiro ou fiscal (Málaga, 2017).

Conforme Silva (2018), quanto maior o resultado do ROE, melhor seria o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa e este índice de retorno é uma das formas de se prever a saúde financeira das empresas analisadas, ao demonstrar a capacidade de gerar lucro da empresa.

Como todo indicador, porém, o ROE também possui suas limitações, como por exemplo o fator tempo. Por ser um indicador que geralmente se concentra em um único ano, não possibilita uma visão de análise de longo prazo (Silva, 2018). Outro fator que o ROE não leva em consideração em seu cálculo é o risco (Silva, 2018), algo que o investidor deve sempre estar atento. De qualquer forma, nenhuma ferramenta de análise e nenhum indicador isoladamente é suficiente para determinar a avaliação de uma empresa, sendo necessário um conjunto mínimo de indicadores para se obter uma boa percepção de sua realidade (Silva, 2018).

2.2.2 Return on Asset (ROA)

O ROA, ou retorno sobre o ativo, é um indicador amplamente utilizado para analisar financeiramente as empresas e demonstra a lucratividade com relação aos investimentos totais realizados (Silva, 2018), ou seja, mede a rentabilidade daquilo que foi aplicado pelos acionistas e credores da empresa (Póvoa, 2021). É calculado como a relação entre o lucro líquido e o ativo total (Silva, 2018).

Para sua análise, quanto maior seu resultado, melhor seria para a empresa, pois aponta que há um bom gerenciamento de seus ativos e que há boa rentabilidade sobre o investido (Camloffski, 2014). Como todo indicador, para melhor análise de seu resultado, deve ser comparado à média do mercado e aos exercícios anteriores da empresa, podendo assim entender melhor a evolução e a situação que a empresa se encontra (Camloffski, 2014).

2.2.3 Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)

Existem também indicadores como o EBITDA, ou lucro antes dos juros, do imposto sobre a renda, da depreciação e da amortização, que tem por objetivo demonstrar a capacidade da empresa em gerar caixa operacional (Málaga, 2017). Apesar de não demonstrar a capacidade de pagamento, ou seja, a liquidez da empresa (Silva, 2018), demonstra o quanto a empresa consegue fazer de margem com a atividade que exerce. Conforme Málaga (2017), este indicador pode indicar o potencial que a empresa possui para pagar endividamentos, investir, distribuir lucros aos sócios e remunerar o governo. Seu cálculo considera as receitas operacionais líquidas, menos os custos e as despesas operacionais, exceto as depreciações e amortizações (Silva, 2018), ou seja, é o lucro operacional acrescido das depreciações e amortizações.

Existem empresas que remuneram seus executivos conforme atingimento de metas baseadas no EBITDA e, dessa forma, eles seriam avaliados conforme a performance operacional de seu negócio, ignorando o possível impacto no imobilizado, ao se excluir depreciação e amortização, e ignorando também as despesas financeiras, que não são incluídas no cálculo do indicador (Silva, 2018).

Por não considerar em seu cálculo as despesas financeiras, ou seja, o endividamento da empresa, os grandes fatores de risco que podem levar ao processo de falência ou recuperação judicial, o EBITDA é considerado um indicador incompleto (Silva, 2018), precisando de outros indicadores para se ter um adequado entendimento sobre a performance financeira da empresa. Adicionalmente, não há uma regra única para a execução deste indicador pelas empresas, o que abre margem para diferentes interpretações (Málaga, 2017).

2.3 Estudos Anteriores

Para a execução deste trabalho, foram examinados artigos que tratam sobre a governança corporativa e o desempenho das companhias. O estudo de Batistella, Kruger e Moura (2020), teve como objetivo verificar em empresas listadas na B3, o impacto da governança corporativa e da auditoria na performance econômico-financeira dessas empresas. No resultado da pesquisa pode-se verificar a importância da governança corporativa nessas empresas, uma vez que aquelas empresas com a maioria de membros independentes em seus comitês e a existência de auditorias externas realizadas por empresas “*Big Four*”, possuíam melhores indicadores financeiros, além de maior transparência e uma informação mais qualificada.

Lemonakis, Maladrakis, Garefalakis e Balla (2018) avaliaram a evolução das pesquisas relacionadas ao tema da governança corporativa e auditoria interna entre os anos de 1998 e 2017, buscando entender o impacto de eventos, como por exemplo a aprovação da Lei Sarbanes-Oxley, no ano de 2002. Os resultados revelaram que as pesquisas na área são voltadas a estudar os fatores que influenciam os conselhos das empresas, tanto em relação a sua quantidade, tamanho e independência, confrontando essas informações com as performances financeiras ou não financeiras das organizações durante os anos. O trabalho concluiu também que as crises financeiras que ocorreram no mundo durante o período, impactaram negativamente as performances das empresas, fatos bem detalhados na literatura.

Catapa e Colauto (2014) realizaram estudo em empresas cotadas na bolsa de valores de São Paulo, sobre a relação da governança corporativa com o desempenho econômico-financeiro dessas empresas entre os anos de 2010 e 2012, tendo como resultado uma transparência mais

elevada nas empresas com governança corporativa mais robusta e a sugestão de que a governança corporativa está relacionada a um ROA mais elevado, assim como um maior valor de mercado da empresa, conforme relação observada com o índice q de Tobin. O estudo demonstrou que as entidades com maior grau de transparência obtiveram melhor desempenho no período avaliado.

O estudo de Sant'ana (2019), por sua vez, avaliou as companhias listadas na bolsa de valores Ibovespa, durante os anos de 2010 a 2017, sua governança corporativa, auditoria e seu valor de mercado. Este estudo construiu um índice de governança corporativa analisando informações como a composição do conselho de administração, proteção dos acionistas minoritários, auditoria independente e a transparência, identificando quais dessas dimensões são as mais relevantes para gerar impacto no valor de mercado da empresa, concluindo que as boas práticas de governança corporativa de fato implicam em melhores valores. Este estudo concluiu ainda que a dimensão auditoria externa tem impacto significativo nos indicadores financeiros da empresa, em especial do EBITDA, que demonstrou ser significativamente superior em empresas auditadas pelas maiores empresas de auditoria do mundo, as denominadas *Big Four*, ou seja, empresas da bolsa auditadas por essas empresas de auditoria, teriam maior potencial de geração de caixa relacionado a suas atividades operacionais.

Percebe-se que todos esses estudos observaram melhorias em algum dos indicadores de performance financeira das empresas avaliadas, quando estas possuíam governanças corporativas mais robustas. O que foi visto que caracterizou uma GC mais robusta foi, por exemplo, membros independentes nos comitês, auditorias externas das empresas “*big four*”, maior transparência e uma informação divulgada mais qualificada. Com base nos estudos avaliados para a elaboração deste trabalho, espera-se que o resultado deste também seja positivo, ou seja, que quanto melhor for a governança corporativa das empresas avaliadas, melhores sejam todos ou alguns dos indicadores de performance financeira considerados para este estudo.

Com base nas evidências da literatura é possível formular a seguinte hipótese, a ser testada empiricamente:

H₁: As empresas do setor de bens industriais listadas nos segmentos de governança corporativa da B3 apresentam melhores indicadores de performance do que as não listadas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Como o objetivo deste estudo foi verificar se as empresas listadas nos segmentos de governança corporativa da B3, no setor de Bens Industriais, apresentam melhores indicadores de performance financeira em comparação às listadas no segmento básico desse setor, o presente artigo é classificado como uma pesquisa com caráter descritivo, por visar o detalhamento das particularidades de uma população ou fenômeno e detectar as possíveis associações entre suas variáveis (Gil, 2022). Também se caracteriza como uma pesquisa predominantemente quantitativa, por apresentar seus resultados em termos numéricos (Gil, 2022).

3.1 População e Dados

Conforme Gil (2022), para que seja possível avaliar a qualidade dos resultados da pesquisa, faz-se necessário apresentar como os dados foram obtidos, quais procedimentos foram realizados e a interpretação dos resultados, dessa forma, detalhamos essas informações neste tópico da pesquisa.

A população do estudo compreende as empresas listadas na B3, do setor de Bens Industriais, relação esta disponibilizada no próprio site da empresa (B3, 2024), e que, quando extraída no dia 26 de abril de 2024, possuía 434 empresas listadas, segregadas por 13 setores econômicos e distribuídas nos segmentos de listagem disponíveis na B3 conforme perfil da empresa.

Cada segmento de listagem possui regras de governança corporativa diferentes que auxiliam o investidor a identificar quais informações serão divulgadas pela empresa ao mercado (informação além das obrigatórias previstas na lei das sociedades por ações) e a quais regulamentos elas, voluntariamente, se submetem (B3, 2024). A Tabela A-1, no apêndice A, demonstra um sucinto resumo das diferenças entre os segmentos de listagem, conforme a B3 (2024).

Para que este trabalho analisasse empresas com características semelhantes, optou-se por examinar organizações do mesmo setor econômico, pois, dessa forma, reduziria o impacto de informações econômicas e demais particularidades de empresas com atividades econômicas muito distintas, mesmo que elas possuam subsetor e segmento diferentes. Elegeu-se, então, o setor Bens Industriais por ser um setor que possuía empresas que estavam listadas em todos os segmentos de listagem da B3, agregando esta variedade para o estudo.

A relação totalizou 70 empresas separadas em seis subsetores, sendo eles: Construção e Engenharia, Material de Transporte, Máquinas e Equipamentos, Transporte, Serviços Diversos e Comércio. Esses subsetores se subdividem em 17 segmentos, conforme detalhado na Tabela A-2, como apêndice.

Para a realização dos testes empíricos foram obtidos da Economática os dados das 70 empresas definidas na população, para os anos de 2019 a 2023, referentes a: lucro líquido, valor contábil do patrimônio líquido, valor contábil do ativo total e o EBITDA.

3.2 Indicadores e Parâmetros de Análise

Foram avaliados os indicadores de performance financeira ROA, ROE e EBITDA das empresas escolhidas com base no tópico anterior. Esses indicadores são calculados da seguinte forma:

- $ROA = \text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total}$;
- $ROE = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$; e
- $EBITDA = \text{Receita Operacional Líquida} - \text{Custos e Despesas Operacionais} + \text{Depreciação e Amortização}$.

No caso específico do EBITDA, o indicador não precisou ser calculado visto que a informação foi coletada da Economática, entretanto, como forma de assegurar a comparação dos dados das empresas sem o viés decorrente do porte de cada uma delas, esse foi relativizado pelos ativos totais.

A análise dos indicadores coletados das 70 empresas foi por meio da estatística descritiva, que tem por objetivo a organização e apresentação dos dados (Akanime & Yamamoto, 2013). Foi realizado teste da diferença das médias e medianas dos indicadores de performance financeira ROA, ROE e EBITDA, extraídos dos anos de 2019 a 2023, comparando os resultados entre o grupo de empresas listadas em segmentos de governança corporativa consolidados e o grupo de empresas listadas no segmento básico da B3.

Para dirimir a existência de valores extremos nos dados estatísticos e limitar o impacto dos *outliers* nos cálculos das médias e medianas, foi realizado o método de winsorização a 5%, ou seja, os 5% dos maiores e dos menores dados foram substituídos pelo valor imediato a eles.

Para determinar se há diferença significativa entre as médias dos indicadores de performance financeira ROA, ROE e EBITDA relativizado pelo ativo total avaliados, foi realizado teste t de comparação das médias entre ambos os grupos do estudo (empresas listadas em segmento de listagem de governança corporativa e empresas listadas no segmento básico),

após winsorização, confrontando o resultado da Estatística t com o t crítico bi-caudal e o resultado do p -valor com o valor alfa de 0,05 e assim determinar se o teste empírico de hipótese H_1 deste estudo deve ser rejeitado ou não.

4 RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÃO

Para a realização dos testes empíricos, foram extraídos do site Economática os dados relativos a: ativo total, patrimônio líquido, lucro líquido e EBITDA, todos em milhares de reais, das 70 empresas listadas no setor de Bens Industriais da B3. Os dados foram coletados dos anos de 2019 a 2023.

Verificou-se que quase a metade das empresas da população (47,1%) não estão listadas em nenhum dos segmentos de listagem especiais da B3, ou seja, fazem parte do segmento básico da bolsa, e que 37,1% estão listadas no Novo Mercado, segmento de listagem com o maior nível de exigência no quesito governança corporativa, conforme pode-se constatar na Tabela 1.

Tabela 1: Empresas do setor de Bens Industriais, por listagem em segmentos de governança corporativa

Segmento de Listagem	Quantidade	%
<u>Empresas não listadas em segmentos de GC</u>	<u>33</u>	<u>47.1%</u>
<u>Empresas listadas em segmentos de GC</u>	<u>37</u>	<u>52.9%</u>
Bovespa Mais (MA)	1	1.4%
Bovespa Mais Nível 2 (M2)	1	1.4%
Nível 1 (N1)	2	2.9%
Nível 2 (N2)	4	5.7%
Novo Mercado (NM)	26	37.1%
Mercado de Balcão (MB)	3	4.3%
Total	70	100.0%

Na relação das empresas listadas no setor Bens Industriais, há três empresas que foram classificadas no segmento Balcão Organizado Tradicional, ou Mercado de Balcão (MB), que é uma forma de se realizar operações de ativos fora da bolsa de valor tradicional, ou seja, onde não há intermediário público nas transações entre compradores e investidores (Bora Investir, 2024). Já os demais segmentos de listagem Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1 e Nível 2, possuem poucas empresas representando seus grupos, o que demonstra que o consolidado das empresas listadas em segmentos de GC apresentado na Tabela 1 é constituído em sua maioria pelas empresas listadas no Novo Mercado, que representam 70,27% do grupo.

4.1 Análise do ROA por Segmentos de Governança

Para análise comparativa do ROA entre as empresas listadas ou não nos segmentos de governança corporativa da B3 foram apuradas as estatísticas descritivas correspondentes, conforme Tabela 2, considerando a winsorização a 5%.

Tabela 2: Estatísticas descritivas do *Return on Asset* (ROA) das empresas do setor de Bens Industriais, por segmentos de governança corporativa

Segmento de listagem	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio padrão
Empresas não listadas em segmentos de GC	1,59%	5,95%	-37,66%	28,63%	0,1683
Empresas listadas em segmentos de GC	3,39%	3,12%	-8,85%	16,67%	0,0648
Bovespa Mais (MA)	-1,38%	1,09%	-6,70%	2,07%	0,0399
Bovespa Mais Nível 2 (M2)	8,20%	8,12%	3,51%	11,71%	0,0343
Nível 1 (N1)	5,52%	5,97%	2,28%	9,65%	0,0229
Nível 2 (N2)	0,74%	0,50%	-8,85%	16,67%	0,0945
Novo Mercado (NM)	3,52%	2,36%	-8,85%	16,67%	0,0606
Mercado de Balcão (MB)	4,39%	4,69%	-6,52%	16,67%	0,0709
Total	2,61%	3,87%	-37,66%	28,63%	0,1215
Teste t de comparação de médias					
Estatística t	-1,2113				
t crítico bi-caudal	1,9736				
(p-valor)	0,2274				

Os dados demonstrados na Tabela 2 revelam, inicialmente, que a média do ROA das empresas do segmento de Bens Industriais listadas em segmentos de governança corporativa é nominalmente superior às das empresas não listadas em segmentos de governança (3,39% contra 1,59%). Embora nominalmente superior, o teste estatístico de diferença de médias revela que essas não são estatisticamente diferentes, com p-valor de 0,2274, o que não corrobora a hipótese de pesquisa H_1 em relação ao ROA, contrariando os achados de Catapa e Colauto (2014), que identificaram relação entre os indicadores ROA e q de Tobin com o índice de governança corporativa por eles estudado.

As estatísticas relativas aos pontos máximo e mínimo e desvio padrão revelam a forte dispersão dos dados, mesmo considerando a winsorização a 5%, o que pode justificar a ausência de significância estatística na diferença entre as médias dos grupos. No caso das empresas não integrantes dos segmentos de governança, em especial, a distribuição dos dados girou entre um valor negativo de -37,66% a 28,63% de retorno sobre os ativos.

Outro efeito dessa dispersão pode se constatar na diferença entre as médias e as medianas dos dois blocos. No caso das empresas não listadas nos segmentos de governança a

distribuição é assimétrica, enquanto as companhias listadas nos segmentos de governança são relativamente próximas.

Entre os segmentos de governança destacam-se as empresas do segmento Bovespa Mais Nível 2 (M2) como aquelas com melhores indicadores médios de retorno sobre os ativos. No outro extremo, as companhias listadas nos segmentos Bovespa Mais (MA) e Nível 2 (N2).

4.2 Comparação do ROE por Segmentos de Governança

Para a análise comparativa do ROE entre as empresas do setor de Bens Industriais listadas ou não nos segmentos de governança corporativa da B3 foram apuradas as estatísticas descritivas correspondentes, conforme Tabela 3, considerando a winsorização a 5% em cada um dos blocos.

Tabela 3: Estatísticas descritivas do *Return on Equity* (ROE) das empresas do setor de Bens Industriais, por segmentos de governança corporativa

Segmento de listagem	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio padrão
<u>Empresas não listadas em segmentos de GC</u>	8,60%	16,33%	-212,12%	160,17%	0,8222
<u>Empresas listadas em segmentos de GC</u>	13,94%	13,28%	-26,92%	60,70%	0,2019
Bovespa Mais (MA)	-5,34%	6,98%	-26,92%	11,38%	0,1977
Bovespa Mais Nível 2 (M2)	23,76%	23,23%	9,95%	37,43%	0,1092
Nível 1 (N1)	18,19%	18,23%	4,83%	32,46%	0,0788
Nível 2 (N2)	24,19%	14,10%	-14,26%	60,70%	0,2367
Novo Mercado (NM)	11,50%	11,70%	-26,92%	60,70%	0,1960
Mercado de Balcão (MB)	21,82%	18,45%	-26,92%	60,70%	0,2049
Total	11,61%	14,12%	-212,12%	160,17%	0,5632
Teste t de comparação de médias					
Estatística t	-0,7605				
t crítico bi-caudal	1,9754				
(p-valor)	0,4481				

No caso do retorno sobre o patrimônio líquido, as empresas do setor de Bens Industriais registram retorno médio de 11,61%, com mediana de 14,12%. Ao se comparar os grupos de entidades listadas e não listadas nos segmentos de governança corporativa, os resultados são bem parecidos com os encontrados em relação ao ROA, com média superior para as companhias que adotam os requisitos de governança definidos pela B3 (13,94% contra 8,60%). O teste t de diferença de média revela, porém, que essas médias não são estatisticamente diferentes, registrando p-valor de 0,4481.

Esses resultados revelam, mais uma vez, que a hipótese H_1 também não é corroborada em relação ao ROE, ou seja, não é possível se afirmar que os retornos sobre o patrimônio líquido das companhias do setor de Bens Industriais listadas nos segmentos de governança não são consistentemente superiores aos das empresas não listadas nos segmentos de governança. Mais uma vez, a razão para esses achados parece estar localizada na micronumerosidade (70 empresas) da população avaliada e na forte dispersão dos dados, conforme revelam as medidas de dispersão – máximo, mínimo e desvio padrão, e a diferença entre as médias e medianas, principalmente nas empresas não listadas em segmentos de GC e naquelas listadas nos segmentos Bovespa Mais (MA) que obteve média negativa em -5,34%, porém, mediana positiva em 6,98% e Nível 2 (N2) cuja média foi 24,19% contra 14,10% da mediana).

Entre as companhias integrantes dos segmentos de governança destacam-se, mais uma vez as do segmento Bovespa Mais Nível 2 (M2), com melhores níveis médios de *return on equity* entre os diversos segmentos. Em termos negativos destaca-se, também de forma recorrente, as entidades do segmento Bovespa Mais (MA), o que pode ser explicado por este segmento possuir apenas uma empresa na população avaliada.

4.3 Comparação do EBITDA por Segmentos de Governança

Para análise comparativa do EBITDA entre as empresas listadas ou não nos segmentos de governança corporativa da B3 foram apuradas as estatísticas descritivas correspondentes, conforme Tabela 4, considerando a winsorização a 5%.

Tabela 4: Estatísticas descritivas do EBITDA das empresas do setor de Bens Industriais, por segmentos de governança corporativa

Segmento de listagem	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio padrão
Empresas não listadas em segmentos de GC	14,30%	11,85%	-16,73%	64,82%	0,1969
Empresas listadas em segmentos de GC	13,52%	12,40%	4,58%	27,24%	0,0581
Bovespa Mais (MA)	12,32%	13,50%	9,72%	13,86%	0,0185
Bovespa Mais Nível 2 (M2)	15,86%	14,81%	8,21%	21,65%	0,0539
Nível 1 (N1)	12,11%	11,81%	10,15%	16,46%	0,0179
Nível 2 (N2)	14,06%	11,95%	4,58%	27,24%	0,0875
Novo Mercado (NM)	12,64%	11,80%	0,00%	27,24%	0,0591
Mercado de Balcão (MB)	16,58%	18,09%	6,19%	27,24%	0,0615
Total	13,85%	12,25%	-16,73%	64,82%	0,1350
Teste t de comparação de médias					
Estatística t	0,4365				
t crítico bi-caudal	1,9762				
(p-valor)	0,6631				

Infere-se da Tabela 4 que a média do EBITDA relativizado pelo ativo total das empresas do setor de Bens Industriais não listadas em segmentos de governança corporativa é nominalmente superior à das empresas listadas em segmentos de governança (14,30% contra 13,52%), ao contrário do identificado com os demais indicadores de performance financeira ROA e ROE. Porém, embora nominalmente superior, o teste estatístico de diferença de médias revela que as médias dos grupos também não são estatisticamente diferentes, com p-valor de 0,6631, o que não corrobora a hipótese de pesquisa H_1 em relação ao EBITDA, contrariando os achados de Sant'ana (2019) que verificou haver, entre os anos de 2010 a 2017, significativa relação entre este indicador e o índice de governança corporativa avaliado no estudo, em especial a dimensão auditoria externa.

Assim como nas demais comparações, para o EBITDA as estatísticas relativas aos pontos máximo e mínimo e desvio padrão revelam a forte dispersão dos dados, mesmo considerando a winsorização a 5%, o que pode justificar a ausência de significância estatística na diferença entre as médias dos grupos. Para as empresas do segmento básico, a distribuição dos dados girou entre um valor negativo de -16,73% a 64,82 do indicador relativizado pelo ativo total.

Entre os segmentos de governança destaca-se, mais uma vez, a empresa do segmento Bovespa Mais Nível 2 (M2) como aquela com melhores indicadores médios de EBITDA relativizado pelo ativo total, porém, este segmento, para a população avaliada, é formado por

apenas uma empresa, que pode ter se destacado devido ao bom desempenho nos anos avaliados, mas não necessariamente será uma característica replicada às demais empresas listadas neste segmento (M2) na B3 como um todo, mas apenas para o setor de Bens Industriais. Adicionalmente, não foi identificada grande diferença entre os percentuais médios de EBITDA relativizado pelo ativo total para os demais segmentos de governança corporativa, pois os valores variaram entre 12,11% e os 15,86% do segmento Bovespa Mais Nível 2 (M2).

4.4 Conjunto dos Achados

Conforme comparações efetuadas nos tópicos 4.1 a 4.3, verifica-se que para nenhum dos indicadores de performance financeira avaliados neste estudo (ROA, ROE e EBITDA relativizado pelo ativo total) se identificou diferença estatisticamente significativa entre as médias das empresas listadas em segmentos de governança corporativa e as não listadas, o que não corrobora a hipótese de pesquisa H_1 para nenhum dos indicadores, contrariando os estudos de Catapa e Colauto (2014) e Sant'ana (2019).

Foi observado que as empresas do segmento básico apresentaram distorções elevadas entre as entidades do grupo para todos os indicadores de performance financeira avaliados, com destaque para o indicador ROE que variou entre -212,12% a 160,17% e obteve desvio padrão de 0,8222. O grupo de empresas listadas em segmentos de governança corporativa também apresentou distorções entre as entidades do grupo, mesmo que menores em relação àquelas apresentadas pelo segmento básico, tendo destaque também para o indicador ROE, cuja variação foi de -26,92% a 60,70%, com desvio padrão de 0,2019.

Dentro do grupo de empresas listadas em segmentos de GC, se sobressaíram os segmentos Bovespa Mais Nível 2 (M2) e Nível 2 (N2) que obtiveram os melhores resultados para os indicadores ROE e EBITDA relativizado pelo ativo total e novamente o segmento Bovespa Mais Nível 2 (M2) para o indicador ROA. De forma negativa, o segmento Bovespa Mais (MA) foi o segmento que se destacou em todos os indicadores de performance financeira avaliados e o segmento Nível 2 (N2) para o indicador ROA. Entretanto, os três segmentos evidenciados possuem poucas empresas em sua composição para o setor de Bens Industriais: Bovespa Mais Nível 2 (M2) com uma única empresa, Nível 2 (N2) com quatro empresas e o Bovespa Mais (MA) com apenas uma empresa em sua composição também. A baixa quantidade de empresas representando os segmentos pode impactar o resultado dos indicadores financeiros avaliados desses segmentos, uma vez que a empresa pode ter se sobressaído pelo bom ou mau desempenho nos anos avaliados, mas essa característica não necessariamente será replicada às

demais empresas listadas nestes segmentos para a B3 como um todo, mas se limitando àquelas dos segmentos do setor de Bens Industriais.

O segmento do Novo Mercado, por sua vez, segmento que representou 70,27% do grupo de empresas listadas em segmentos de governança corporativa e que possui o maior nível de exigência relacionada a GC, não se destacou nem de forma positiva ou de forma negativa entre as médias das empresas do grupo, o que provavelmente é explicado devido a maior quantidade de empresas representando o grupo e equilibrando a média.

Dessa forma, entre as possibilidades identificadas para argumentar os motivos pelos quais não houve diferença significativa nos achados deste estudo como os demais estudos verificados sobre o tema, elencou-se os seguintes pontos:

- a grande dispersão entre os valores das empresas;
- a quantidade de empresas avaliadas pode ter impactado no resultado da análise;
- pode haver alguma característica específica do setor econômico Bens Industriais que justifique o resultado;
- o valor gasto para se obter uma governança corporativa mais robusta pode estar impactando os indicadores. São exemplos de gastos para se aprimorar a governança corporativa os relacionados a áreas como o compliance, a auditoria interna, a de riscos e controles internos, a contratação de uma das firmas de auditoria big four e até a criação de comitês;
- pode haver menor transparência e confiabilidade dos dados apresentados pelas empresas listadas no segmento básico e o contrário para as listadas nos segmentos de governança.

5 CONCLUSÕES

A fim de verificar se há relação entre os indicadores de performance financeira e os níveis de governança das companhias listadas na B3, do setor de atuação Bens Industriais, e se esse efeito é positivo ou negativo, foi realizado teste da diferença das médias e medianas dos indicadores de performance financeira ROA, ROE e EBITDA, extraídos dos anos de 2019 a 2023, comparando os resultados desses indicadores entre as empresas que estão listadas no segmento básico da bolsa com as empresas que estão listadas em segmentos com governança corporativa.

Verificou-se que, apesar do que se identificou na teoria e nos estudos anteriores a este, os indicadores de performance financeira ROA, ROE e EBITDA não demonstraram diferença estatisticamente relevante entre as médias dos grupos de empresas listadas em segmentos de governança corporativa as não listadas. Foi identificada grande distorção entre os dados de ambos os grupos avaliados, para todos os indicadores do estudo, com destaque ao grupo de empresas não listadas em segmentos de governança corporativa para o indicador ROE. O segmento Novo Mercado, que possui o maior nível de exigência em governança corporativa, não se destacou com os melhores ou piores indicadores quando comparado entre as demais empresas do grupo de companhias com listagem em governança corporativa.

Quando comparadas as médias com as medianas dos indicadores financeiros, observou-se que, de fato, há grande dispersão dos dados, principalmente no grupo de empresas do segmento básico, pois estas apresentaram distribuição assimétrica dos dados, quando as empresas listadas em segmento de GC apresentaram distribuição mais aproximada.

Desta forma, este estudo demonstrou que a governança corporativa não possui clara relação com a melhoria dos indicadores de performance financeira das empresas, podendo ser usado pelos stakeholders para embasar decisões sobre o investimento ou não de recursos para reforçar a governança corporativa na empresa. Em oposição ao identificado nos estudos anteriores avaliados no decorrer da elaboração deste, não se identificou melhoria relevante nos indicadores para aquelas empresas listadas em segmentos de listagem com nível de governança corporativa, podendo ser uma característica do setor de atuação avaliado ou outros fatores.

Para novas pesquisas sobre o tema, sugere-se que a população seja ampliada para a B3 como um todo e não apenas para um setor de atuação, a fim de dirimir o risco da obtenção de poucas empresas em alguns ou vários segmentos especiais de listagem, limitando o teste. Sugere-se também acrescentar outros indicadores como o q de Tobin, que avalia o valor das

ações pelo valor de reposição dos ativos circulantes a fim de ampliar a análise de indicadores financeiros enrobustecendo a pesquisa.

Indica-se ainda ampliar a segregação das empresas, não só pelos setores de atuação ao qual estão listadas na B3, mas também ao seu porte e características semelhantes, como o subsetor, aprofundando a comparação entre seus indicadores. Por fim, sugere-se ainda que a governança corporativa seja destrinchada a ponto de se identificar qual atividade a empresa está executando e que pode estar impactando para melhores resultados, podendo estes ser: contratação de empresas “big four” para a execução da auditoria externa, existência de comitês e de membros com variedade de gênero e raça, nível de sustentabilidade que a empresa possui dentre outros.

REFERÊNCIAS

- Associação Brasileira de Normas Técnicas [ABNT]. (2018). *Gestão de Riscos – Princípios e diretrizes*. NBR ISO 31000.
- Akanime, C. T., & Yamamoto, R. K. (2013). *Estudo Dirigido de Estatística Descritiva*. São Paulo: Saraiva.
- B Três [B3]. (2024). *Empresas Listadas*. Recuperado de https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm
- B Três [B3]. (2024). *Segmentos de Listagem*. Recuperado de https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/#:~:text=Lan%C3%A7ado%20no%20ano%202000%2C%20o,de%20governan%C3%A7a%20corporativa%20altamente%20diferenciado
- Batistella, A. J., Kruger, S. D., & Moura, G. D. de. (2022). Influência da governança corporativa e da auditoria no desempenho de companhias abertas. *RACE - Revista De Administração, Contabilidade E Economia*, 21(1), 77–100. <https://doi.org/10.18593/race.23880>
- Bocanegra, C. (2023, dezembro 29). As ações que se despediram da Bolsa em 2023 e o que esperar para 2024. InfoMoney. <https://www.infomoney.com.br/mercados/as-acoes-que-se-despediram-da-bolsa-em-2023-e-o-que-esperar-para-2024/>
- Camloffski, R. (2014). *Análise de investimentos e viabilidade financeira das empresas*. São Paulo: Atlas.
- Catapan, A., & Colauto, R. D. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), 137-164. [https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)71268-9](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(14)71268-9)
- Damodaran, A. (2012). *Valuation - Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações*. Rio de Janeiro: Grupo GEN.
- Gil, A. C. (2022). *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. Rio de Janeiro: Grupo GEN.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC]. (2023). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Recuperado de https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/24640/2023_C%c3%b3digo%20das%20Melhores%20Pr%c3%a1ticas%20de%20Governan%c3%a7a%20Corporativa_6a%20Edi%c3%a7%c3%a3o.pdf

- Instituto dos Auditores Internos [IIA]. (2024). *Definição de Auditoria Interna*. Recuperado de <https://iiabrasil.org.br/ippf/definicao-de-auditoria-interna>
- Lemonakis, C., Malandrakis, I. K., Garefalakis, A., & Balla, V. (2018). Corporate Governance and Internal Audit: A Review on performance Indicators. *Interdisciplinary Journal of Economics and Business Law*, 7(1), 98-199.
- Málaga, F. K. (2017). *Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial - Para empresas não financeiras*. São Paulo: Saint Paul.
- Naldis, G. (2023, abril 13). *O que são os segmentos de listagem de ações da B3? Entenda como funcionam!*. Bora Investir B3. <https://borainvestir.b3.com.br/objetivos-financeiros/investir-melhor/o-que-sao-segmentos-de-listagem-b3-entenda-como-funcionam/>
- Póvoa, A. (2021). *Valuation - Como Precificar Ações*. Rio de Janeiro: Grupo GEN.
- Rosseti, J. P. & Andrade, A. (2014). *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. Rio de Janeiro: Grupo GEN.
- Sant'Ana, N. L. S. (2019). *Análise da relação entre auditoria, governança e desempenho financeiro*. Universidade Federal de Minas Gerais.
- Santos, J. P. dos (2024, fevereiro 02). *O que é mercado de balcão e como investir nele?*. Bora Investir B3. <https://borainvestir.b3.com.br/objetivos-financeiros/investir-melhor/o-que-e-mercado-de-balcao-e-como-investir-nele/#:~:text=O%20que%20%C3%A9%20mercado,ou%20fiscaliza%C3%A7%C3%A3o%20sobre%20essas%20transa%C3%A7%C3%B5es>
- Silva, J.P. da (2018). *Análise financeira das empresas – 13ª edição revista e ampliada*. São Paulo: Cengage Learning.

APÊNDICE A:

Tabela A 1 - Diferenças entre os Segmentos de Listagem da B3

Segmento de Listagem	Básico	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Abreviação	(sem abreviação)	MA	M2	N1	N2	NM
Composição do CA	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos
Obrigações do CA	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa	Facultativa	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras
Divulgação adicional de informações	Não há regra específica	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Regimentos do CA e dos demais comitês Código de conduta Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do CA, seus comitês de

Segmento de Listagem	Básico	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
						assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria; ou (ii) trimestral de ata de reunião do CA
Comitê de Auditoria	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatório
Auditoria interna	Facultativa	Facultativa	Facultativa	Facultativa	Facultativa	Obrigatória
Compliance	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a implementação de funções de compliance, controles internos e riscos corporativos

Fonte: B3 (2024)

Tabela A 2 - Empresas listadas na B3 no setor econômico Bens Industriais

SUBSETOR	SEGMENTO	EMPRESA	LISTAGEM	
			CÓDIGO	SEGMENTO
Construção e Engenharia	Produtos para Construção	ETERNIT	ETER	NM
Construção e Engenharia	Produtos para Construção	HAGA S/A	HAGA	
Construção e Engenharia	Produtos para Construção	PORTOBELLO	PTBL	NM
Construção e Engenharia	Construção Pesada	AZEVEDO	AZEV	
Construção e Engenharia	Engenharia Consultiva	SONDOTECNICA	SOND	

SUBSETOR	SEGMENTO	EMPRESA	LISTAGEM	
			CÓDIGO	SEGMENTO
Material de Transporte	Material Aeronáutico e de Defesa	EMBRAER	EMBR	NM
Material de Transporte	Material Rodoviário	FRAS-LE	FRAS	N1
Material de Transporte	Material Rodoviário	MARCOPOLO	POMO	N2
Material de Transporte	Material Rodoviário	RANDON PART	RAPT	N1
Material de Transporte	Material Rodoviário	RECRUSUL	RCSL	
Material de Transporte	Material Rodoviário	RIOSULENSE	RSUL	
Material de Transporte	Material Rodoviário	TUPY	TUPY	NM
Material de Transporte	Material Rodoviário	WETZEL S/A	MWET	
Máquinas e Equipamentos	Motores, Compressores e Outros	SCHULZ	SHUL	
Máquinas e Equipamentos	Motores, Compressores e Outros	WEG	WEGE	NM
Máquinas e Equipamentos	Máq. e Equip. Industriais	ACO ALTONA	EALT	
Máquinas e Equipamentos	Máq. e Equip. Industriais	AERIS	AERI	NM
Máquinas e Equipamentos	Máq. e Equip. Industriais	ARMAC	ARML	NM
Máquinas e Equipamentos	Máq. e Equip. Industriais	BARDELLA	BDLL	
Máquinas e Equipamentos	Máq. e Equip. Industriais	INEPAR	INEP	
Máquinas e Equipamentos	Máq. e Equip. Industriais	KEPLER WEBER	KEPL	NM
Máquinas e Equipamentos	Máq. e Equip. Industriais	METALFRIO	FRIO	NM
Máquinas e Equipamentos	Máq. e Equip. Industriais	MILLS	MILS	NM
Máquinas e Equipamentos	Máq. e Equip. Industriais	NORDON MET	NORD	
Máquinas e Equipamentos	Máq. e Equip. Industriais	PRATICA	PTCA	M2
Máquinas e Equipamentos	Máq. e Equip. Industriais	ROMI	ROMI	NM
Máquinas e Equipamentos	Máq. e Equip. Construção e Agrícolas	METISA	MTSA	
Máquinas e Equipamentos	Armas e Munições	TAURUS ARMAS	TASA	N2
Transporte	Linhas Aéreas de Passageiros	AZUL	AZUL	N2
Transporte	Linhas Aéreas de Passageiros	GOL	GOLL	N2
Transporte	Transporte Ferroviário	ALL NORTE	FRRN	MB
Transporte	Transporte Ferroviário	ALL PAULISTA	GASC	
Transporte	Transporte Ferroviário	FER C ATLANT	VSPT	
Transporte	Transporte Ferroviário	MRS LOGIST	MRSA	MB
Transporte	Transporte Ferroviário	RUMO S.A.	RAIL	NM
Transporte	Transporte Hidroviário	HIDROVIAS	HBSA	NM
Transporte	Transporte Hidroviário	LOG-IN	LOGN	NM

SUBSETOR	SEGMENTO	EMPRESA	LISTAGEM	
			CÓDIGO	SEGMENTO
Transporte	Transporte Hidroviário	TREVISA	LUXM	
Transporte	Transporte Rodoviário	JSL	JSLG	NM
Transporte	Transporte Rodoviário	TEGMA	TGMA	NM
Transporte	Exploração de Rodovias	AUTOBAN	ANHB	
Transporte	Exploração de Rodovias	CCR SA	CCRO	NM
Transporte	Exploração de Rodovias	CONC RAPOSO	RPTA	
Transporte	Exploração de Rodovias	CONC RIO TER	CRTE	
Transporte	Exploração de Rodovias	ECOPISTAS	ASCP	
Transporte	Exploração de Rodovias	ECORODOVIAS	ECOR	NM
Transporte	Exploração de Rodovias	ECOVIAS	ECOV	
Transporte	Exploração de Rodovias	ROD COLINAS	COLN	
Transporte	Exploração de Rodovias	ROD TIETE	RDVT	
Transporte	Exploração de Rodovias	RT BANDEIRAS	CRBD	
Transporte	Exploração de Rodovias	TRIUNFO PART	TPIS	NM
Transporte	Serviços de Apoio e Armazenagem	GRU AIRPORT	AGRU	
Transporte	Serviços de Apoio e Armazenagem	HMOBI S.A	HMOB	
Transporte	Serviços de Apoio e Armazenagem	INVEPAR	IVPR	MB
Transporte	Serviços de Apoio e Armazenagem	PORTO VM	PSVM	
Transporte	Serviços de Apoio e Armazenagem	SALUS INFRA	SAIP	
Transporte	Serviços de Apoio e Armazenagem	SANTOS BRP	STBP	NM
Transporte	Serviços de Apoio e Armazenagem	WILSON SONS	PORT	NM
Serviços Diversos	Serviços Diversos	ATMASA	ATMP	
Serviços Diversos	Serviços Diversos	BBMLOGISTICA	BBML	MA
Serviços Diversos	Serviços Diversos	DTCOM-DIRECT	DTCY	
Serviços Diversos	Serviços Diversos	ESTAPAR	ALPK	NM
Serviços Diversos	Serviços Diversos	GPS	GGPS	NM
Serviços Diversos	Serviços Diversos	PRINER	PRNR	NM
Serviços Diversos	Serviços Diversos	SEQUOIA LOG	SEQL	NM
Serviços Diversos	Serviços Diversos	VALID	VLID	NM
Comércio	Material de Transporte	EMBPAS S/A	EPAR	
Comércio	Material de Transporte	MINASMAQUINA	MMAQ	
Comércio	Material de Transporte	RODOBENS	RBNS	

SUBSETOR	SEGMENTO	EMPRESA	LISTAGEM	
			CÓDIGO	SEGMENTO
Comércio	Material de Transporte	WLM IND COM	WLMM	

Fonte: B3 (2024)