

**A RELAÇÃO ENTRE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA,
DESEMPENHO FINANCEIRO E RISCO: UMA ANÁLISE DE EMPRESAS
LISTADAS NA B3**

*THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES, FINANCIAL
PERFORMANCE, AND RISK: AN ANALYSIS OF COMPANIES LISTED ON B3*

CAMILA DANTAS GUIMARÃES
UNIVERSIDADE DE FORTALEZA

BRUNO GOES PINHEIRO
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ

LUIS EDUARDO BRANDÃO PAIVA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ

Comunicação:

O XIII SINGEP foi realizado em conjunto com a 13th Conferência Internacional do CIK (CYRUS Institute of Knowledge), em formato híbrido, com sede presencial na UNINOVE - Universidade Nove de Julho, no Brasil.

A RELAÇÃO ENTRE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, DESEMPENHO FINANCEIRO E RISCO: UMA ANÁLISE DE EMPRESAS LISTADAS NA B3

Objetivo do estudo

O objetivo geral da pesquisa é objetivo analisar a influência das práticas de governança corporativa sobre o desempenho financeiro e o risco.

Relevância/originalidade

Este estudo contribui ao aprofundar a compreensão sobre os impactos da governança corporativa em empresas brasileiras. Revela evidências de que, embora não influencie diretamente o desempenho financeiro, a governança corporativa contribui para reduzir o risco sistêmico em contextos emergentes.

Metodologia/abordagem

Pesquisa quantitativa, descritiva e explicativa, com dados em painel. Utiliza FGLS sobre 1.088 observações de 126 empresas da B3 (2010–2022). Mensura desempenho (ROA, ROE), risco (volatilidade, beta) e adota controles como tamanho, endividamento e liquidez, com dados do CSRHub.

Principais resultados

Os resultados mostram que a governança corporativa reduz o risco sistemático, mas não afeta o desempenho financeiro. O endividamento afeta negativamente o desempenho e aumenta o risco. Já o tamanho da empresa teve efeitos distintos conforme a métrica de risco adotada.

Contribuições teóricas/metodológicas

A pesquisa aprofunda a relação entre governança, desempenho e risco em países emergentes. Utiliza dados da CSRHub e diferentes métricas, destacando modelos sensíveis ao contexto. Os achados desafiam a literatura ao apontar ausência de relação direta entre governança e desempenho.

Contribuições sociais/para a gestão

Os achados indicam que a governança corporativa mitiga riscos e fortalece a resiliência organizacional. Reforçam a importância de transparência e controle para reguladores e contribuem para aprimorar o compliance e a reputação empresarial, mesmo sem impactar diretamente o desempenho financeiro.

Palavras-chave: Desempenho Financeiro, Governança Corporativa, Risco

THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES, FINANCIAL PERFORMANCE, AND RISK: AN ANALYSIS OF COMPANIES LISTED ON B3

Study purpose

The main objective of this research is to analyze the influence of corporate governance practices on financial performance and risk.

Relevance / originality

This study deepens the understanding of the impacts of corporate governance in Brazilian companies. It provides evidence that, although corporate governance does not directly influence financial performance, it contributes to reducing systemic risk in emerging contexts.

Methodology / approach

Quantitative, descriptive, and explanatory research using panel data. FGLS was applied to 1,088 observations from 126 B3-listed companies (2010–2022), measuring performance (ROA, ROE) and risk (volatility, beta), with control variables including firm size, leverage, liquidity, and CSRHub data.

Main results

The results show that corporate governance reduces systematic risk but does not affect financial performance. Leverage negatively impacts performance and increases risk, while firm size showed different effects depending on the risk metric used.

Theoretical / methodological contributions

This research deepens the understanding of the relationship between governance, performance, and risk in emerging economies. Using CSRHub data and diverse metrics, it highlights context-sensitive models, challenging the literature by evidencing no direct relationship between governance and financial performance.

Social / management contributions

The findings indicate that corporate governance mitigates risks and strengthens organizational resilience. They reinforce the importance of transparency and control for regulators and contribute to improving compliance and corporate reputation, even without directly affecting financial performance.

Keywords: Financial Performance, Corporate Governance, Risk

A RELAÇÃO ENTRE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, DESEMPENHO FINANCEIRO E RISCO: UMA ANÁLISE DE EMPRESAS LISTADAS NA B3

1 Introdução

Nas últimas décadas, o tema governança corporativa vem ganhando cada vez mais relevância e sendo amplamente discutido nos meios empresarial e acadêmico, por se tratar de um campo importante para os *stakeholders*, que têm reconhecido sua importância e exigido a adoção de melhores práticas pelas empresas (Caixe & Krauter, 2014; Gillan, 2006; Shleifer & Vishny, 1997; Zaman et al., 2022).

A governança corporativa, tanto no meio acadêmico quanto no corporativo, ganhou maior visibilidade a partir do caso Enron, que evidenciou inúmeras falhas nos controles internos da empresa, as quais não eram devidamente questionadas pelos usuários internos e externos. Tal situação ressaltou a necessidade de novas regras para aumentar a confiabilidade no mercado de capitais (Ponte et al., 2012).

Esse tema tem sido amplamente debatido, pois se acredita que os mecanismos de governança contribuem para a melhoria do desempenho das empresas (Silveira, Barros, & Famá, 2006). Ainda nesse contexto, a governança corporativa também pode ser considerada um instrumento de mitigação de riscos, visto que empresas que adotam melhores práticas tendem a fortalecer os direitos dos acionistas minoritários e a aumentar a transparência das informações divulgadas ao mercado, reduzindo, assim, a assimetria de informações (Besarria et al., 2015).

Com base na contextualização apresentada, e considerando as temáticas de governança corporativa, desempenho financeiro e risco, delineia-se o seguinte problema de pesquisa: qual é a relação entre as práticas de governança corporativa, o desempenho financeiro e o risco em empresas no Brasil? Dessa forma, este estudo tem como objetivo analisar a influência das práticas de governança corporativa sobre o desempenho financeiro e o risco.

Esta pesquisa justifica-se pela relevância de aprofundar a compreensão sobre a relação entre as práticas de governança corporativa, o desempenho financeiro e o risco. Esses temas têm sido amplamente abordados em estudos científicos, seja de forma isolada, seja na análise da relação entre governança e desempenho, a qual ainda apresenta resultados inconclusivos na literatura. Este estudo contribui para o avanço do conhecimento científico ao retomar essa discussão, incorporando a variável risco no modelo de análise.

Nesse sentido, estudos que integrem as três temáticas, governança corporativa, desempenho financeiro e risco, têm o potencial de oferecer novas perspectivas sobre suas inter-relações, além de aprofundar o debate teórico e metodológico nos campos da administração e das finanças corporativas.

Este artigo está estruturado em cinco partes, incluindo esta introdução. A segunda parte apresenta a revisão da literatura, abordando os temas governança corporativa, desempenho financeiro e risco, além da formulação das hipóteses de pesquisa. Em seguida, descrevem-se os procedimentos metodológicos adotados. Na quarta seção, são apresentados e discutidos os resultados da pesquisa. Por fim, a última parte traz as conclusões, as limitações do estudo e sugestões para pesquisas futuras.

2 Revisão da Literatura

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2023), a governança corporativa pode ser compreendida como um sistema composto por princípios, regras, estruturas e processos pelos quais as empresas são dirigidas e monitoradas, com o

objetivo de gerar valor sustentável para a organização, seus sócios e a sociedade em geral. Além disso, o IBGC destaca que esse sistema orienta a atuação dos agentes de governança e demais indivíduos de uma empresa na busca pelo equilíbrio entre os interesses de todas as partes envolvidas, contribuindo positivamente para o meio ambiente e para a sociedade.

A governança corporativa também pode ser entendida como um conjunto de práticas voltadas à redução de conflitos de interesse entre acionistas e gestores. Nesse sentido, busca-se o alinhamento entre os interesses desses agentes no controle dos negócios da empresa (Bomfim, Teixeira, & Monte, 2015).

Segundo o IBGC (2023), a governança corporativa é orientada por cinco princípios fundamentais: integridade, transparência, equidade, responsabilização (*accountability*) e sustentabilidade. Esses princípios são aplicáveis a todos os tipos de empresas, inclusive de pequeno porte, constituindo a base para o fortalecimento de uma governança eficaz.

A integridade está relacionada ao comportamento ético e honesto, envolvendo elevados padrões de decoro e probidade na administração de recursos e na gestão da organização (Amorim & Oliveira, 2022). A transparência, por sua vez, refere-se à disponibilização confiável de informações, não apenas por exigência legal, mas por iniciativa da gestão, com o intuito de gerar valor e estabelecer confiança com todas as partes interessadas (Rosini & Silva, 2018).

A equidade pressupõe o tratamento justo e imparcial de todos os usuários da informação, com condutas baseadas na ética e na moral (Martins, Junior, & Enciso, 2018). A responsabilização (*accountability*) refere-se ao exercício das funções pelos agentes de governança com autonomia, clareza e consciência de que suas ações e omissões podem afetar a organização, seus stakeholders e o meio ambiente (IBGC, 2023). Já a sustentabilidade está associada à noção de desenvolvimento empresarial sustentável, que implica atender às necessidades presentes sem comprometer a capacidade das gerações futuras (Gomes & Tortato, 2011).

Machado et al. (2020) argumentam que práticas de governança corporativa podem ser eficazes na mitigação dos efeitos da separação entre propriedade e controle. Certos aspectos da governança reduzem a assimetria de informação e os conflitos de agência entre gestores e acionistas, contribuindo para um mercado mais eficiente. Dessa forma, estabelece-se uma relação positiva entre o valor de mercado da empresa e seu desempenho financeiro. Nesse contexto, práticas como qualidade gerencial, gestão ambiental, reputação da marca, fidelização de clientes, ética empresarial e retenção de talentos são vistas como estratégias eficazes, com potencial para promover uma gestão mais eficiente e, conseqüentemente, melhorar o desempenho financeiro (Machado & Machado, 2013).

A rentabilidade é frequentemente utilizada como um dos principais indicadores de desempenho financeiro, pois expressa a capacidade da empresa em gerar lucros a partir de suas atividades, seja com base em investimentos, ativos ou patrimônio líquido (Gurjão, Albuquerque & Campos, 2019). Neste estudo, utilizam-se medidas de rentabilidade como métrica para avaliar o desempenho financeiro das empresas.

No que se refere ao risco, o tema ganhou destaque a partir de escândalos corporativos em grandes empresas norte-americanas e de outros países, que comprometeram a continuidade dos negócios e evidenciaram a importância da gestão de riscos. Esses eventos demonstraram que a gestão de riscos não deve ser restrita a instituições financeiras, mas sim incorporada também pelas empresas não financeiras (Lopes, Beuren, & Vicente, 2021).

Nesse sentido, a adoção dos princípios da governança corporativa pode contribuir para a mitigação de riscos corporativos. Neste estudo, a volatilidade e o beta são utilizados como indicadores de risco.

Com base na revisão da literatura, propõem-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1: Existe uma associação positiva entre as práticas de governança corporativa e o desempenho financeiro das empresas.

H2: Existe uma associação negativa entre as práticas de governança corporativa e o risco das empresas.

Diante do exposto, entende-se que a governança corporativa cumpre um papel importante tanto na melhoria do desempenho financeiro quanto na redução de riscos nas organizações. Seus princípios oferecem bases sólidas para práticas mais transparentes, sustentáveis e alinhadas aos interesses das partes envolvidas. A adoção dessas práticas pode refletir diretamente nos indicadores econômico-financeiros das empresas. Nesse sentido, a seguir, são apresentados estudos anteriores que investigaram essas relações, servindo de base para a construção teórica e empírica desta pesquisa.

2.1 Estudos anteriores

Lopes, Beuren e Vicente (2021) realizaram um estudo com o objetivo de analisar a associação entre a evidenciação do gerenciamento de riscos, a governança corporativa e o desempenho de empresas brasileiras emissoras de *American Depositary Receipts* (ADRs). A amostra foi composta por 37 empresas não financeiras, e a variável relacionada à gestão de riscos foi mensurada por meio da análise dos relatórios de administração, utilizando-se a técnica da entropia da informação. Já os dados sobre governança corporativa e desempenho foram obtidos por meio da base Economática®. Os resultados indicaram que não houve associação estatisticamente significativa entre o gerenciamento de riscos e as variáveis governança corporativa e desempenho. Como contribuição, os autores destacam a necessidade de aprofundamento desses temas na literatura, ressaltando seu potencial para fortalecer o mercado de capitais brasileiro e reduzir a assimetria informacional.

Com foco na análise da influência da governança corporativa sobre o desempenho financeiro, oportunidades de crescimento e valor de mercado de empresas listadas na B3, Machado et al. (2020) investigaram o período de 2013 a 2018. Os resultados apontaram um efeito direto e positivo da governança corporativa sobre o desempenho financeiro. A pesquisa conclui que práticas de boa governança exercem papel relevante não apenas no desempenho econômico-financeiro, mas também no valor de mercado das organizações, consolidando sua importância estratégica.

Ribeiro e Souza (2023) também exploraram a relação entre governança corporativa e desempenho, analisando o impacto das melhores práticas de governança sobre o desempenho de mercado de empresas brasileiras entre os anos de 2010 e 2020. Os autores constataram uma relação positiva e estatisticamente significativa em todos os modelos propostos, reforçando a hipótese de que maior qualidade na governança favorece o desempenho de mercado. O estudo sugere, como agenda de pesquisa futura, a análise da influência da governança corporativa sobre o desempenho financeiro das organizações. Nesse sentido, o presente artigo contribui ao preencher tal lacuna, ao integrar essas dimensões em uma abordagem conjunta.

Por fim, Dias et al. (2020) investigaram a influência da adoção de boas práticas de governança corporativa e da estrutura de capital sobre o desempenho e o risco de empresas de capital aberto. A amostra foi composta por organizações do setor de indústria manufatureira listadas na B3, no período de 2009 a 2015. Os resultados evidenciaram que a adoção de melhores práticas de governança impacta positivamente o desempenho financeiro das empresas analisadas. Além disso, os autores verificaram que o fortalecimento dessas práticas funciona como um fator redutor de risco organizacional.

Diante dos estudos analisados, observa-se que a governança corporativa tem sido amplamente investigada em sua relação com o desempenho financeiro, o valor de mercado e a gestão de riscos. Embora os resultados ainda apresentem nuances e, em alguns casos, associações não significativas, há uma tendência recorrente de que a adoção de boas práticas de governança favorece o desempenho organizacional e contribui para a redução de riscos.

Além disso, nota-se uma lacuna em trabalhos que integrem, de forma simultânea, as três dimensões, governança corporativa, desempenho financeiro e risco, especialmente no contexto brasileiro. Nesse sentido, o presente estudo avança ao propor uma análise conjunta dessas variáveis, contribuindo para o aprofundamento teórico e empírico do tema e oferecendo subsídios relevantes para o aprimoramento da gestão corporativa e das decisões estratégicas no âmbito das empresas de capital aberto.

3 Procedimentos Metodológicos

Quanto ao propósito do artigo, analisar a influência das práticas de governança corporativa sobre o desempenho financeiro e o risco, este estudo classifica-se como descritivo, pois busca identificar a condição do fenômeno e demonstrar como os conceitos se inter-relacionam (Gray, 2012). No que se refere aos procedimentos metodológicos, trata-se de uma pesquisa documental. Quanto à abordagem, o estudo é quantitativo, uma vez que os dados foram organizados para a aplicação de testes estatísticos (Creswell, 2010).

A amostra é composta por empresas listadas na Bolsa de Valores do Brasil, atualmente denominada Brasil, Bolsa e Balcão (B3), anteriormente conhecida como Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros (BM&FBovespa). O período de análise compreende os exercícios sociais de 2010 a 2022. A coleta de dados foi realizada por meio do sistema Economática®, o qual forneceu as informações relativas ao desempenho financeiro, às variáveis de risco e aos controles utilizados na pesquisa.

No que se refere à métrica de governança corporativa, adotou-se a base de dados da CSRHub, que agrega informações de empresas de diferentes tamanhos, setores e localizações geográficas (Lin et al., 2019). A pontuação da governança corporativa na CSRHub varia de zero a cem (0–100) pontos, sendo calculada a partir da média de três dimensões: conselho de administração, ética da liderança e transparência e relatórios.

Na Tabela 1, estão apresentadas as variáveis utilizadas na pesquisa, juntamente com suas siglas, descrições, fontes dos dados e respectivos fundamentos teóricos.

Tabela 1 - Variáveis dependente, independente e de controle

Tipo	Variável	Sigla	Descrição	Fonte	Base Teórica
Dependente	Rentabilidade do Ativo (Desempenho Financeiro)	ROA	Lucro Líquido / Ativo Total	Economática®	Pinheiro, Pinheiro e Paiva (2023)
	Rentabilidade do Patrimônio Líquido (Desempenho Financeiro)	ROE	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Economática®	Quiraque et al. (2021)
	Volatilidade (Risco)	VOLAT	$\sqrt{\frac{\sum(s_i - s_m)^2}{n-1}}$	Economática®	Rosa et al. (2021)
	Beta (Risco)	BETA	Coefficiente Beta	Economática®	Vasconcelos et al. (2023)
Independente	Governança Corporativa	GOV	Avalia a divulgação de obrigações e procedimentos; independência e diversidade do conselho de administração; remuneração dos executivos; se a gestão da empresa é transparente com seus stakeholders; além da avaliação da cultura de liderança ética e conformidade da empresa.	CSRHub	Crisóstomo, Prudêncio e Brandão (2023) Thanetsunthorn e Wuthisatian (2016)

Controle	Tamanho	TAM	Logaritmo Natural do Ativo Total	Economática®	Rissatti et al. (2022)
	Endividamento	ENDIV	(Dívida de Curto Prazo + Dívida de Longo Prazo) / Ativo Total	Economática®	Crisóstomo, Pinheiro e Auzier (2021)
	Liquidez Corrente	LIQCOR	Ativo Circulante / Passivo Circulante	Economática®	Galvão (2022)
	Sector de Atuação	SA	Variável categórica	Economática®	-
	Ano	ANO	Variável dummy	-	-

Nota: *Si: retorno contínuo mensal da ação i; Sm: média dos retornos contínuos mensais da ação i; n: igual a 12, 1 ano.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os modelos de regressão possuem como variáveis dependentes o desempenho financeiro, medido pela rentabilidade do ativo (ROA) e rentabilidade do patrimônio líquido (ROE), e o risco, mensurado pela volatilidade (VOLAT) e o Beta, que são expostos nas Equações 1, 2, 3 e 4. A variável independente é a governança corporativa (GOV). Como variáveis de controle utilizou-se o TAM, END e LIQCOR, e as variáveis *dummies* de setores de atuação (SA) e dos anos do estudo (ANO).

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 LIQCOR_{i,t} + \beta_5 SA_{i,t} + \beta_6 ANO_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 LIQCOR_{i,t} + \beta_5 SA_{i,t} + \beta_6 ANO_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

$$VOLAT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 LIQCOR_{i,t} + \beta_5 SA_{i,t} + \beta_6 ANO_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

$$BETA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 LIQCOR_{i,t} + \beta_5 SA_{i,t} + \beta_6 ANO_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

O estudo utiliza o método de regressão linear múltipla por mínimos quadrados generalizados para dados em painel (*Feasible Generalized Least Squares* – FGLS). Esse tipo de regressão é recomendado quando há heterocedasticidade na variância dos erros e autocorrelação no modelo (Wooldridge, 2002). A adoção do FGLS permite controlar a heterogeneidade entre as observações, considerando características específicas de cada empresa individualmente (Arellano & Bover, 1990; Bond, 2002).

Além da regressão, o estudo também utilizou estatística descritiva e análise de correlação de Pearson. A tabulação dos dados foi realizada no software Microsoft Excel, e os testes estatísticos subsequentes foram conduzidos no *software* Stata, versão 14.

4 Análise e Discussão dos Resultados

A Tabela 2 apresenta a distribuição setorial da amostra, abrangendo o período de 2010 a 2022, além de evidenciar a quantidade de observações por ano. A amostra é composta exclusivamente por empresas listadas na B3, com destaque para os setores de energia elétrica, finanças e seguros, e construção civil, que concentraram, respectivamente, o maior número de observações. Setores com menos de quatro observações foram agrupados sob a denominação "outros", incluindo, por exemplo: administração de empresas, água e esgoto, apresentações artísticas, consultórios odontológicos, instituições de ensino superior, indústria de fumo, laboratórios de exames médicos, locadoras de automóveis, serviços de engenharia e arquitetura, entre outros.

Tabela 2 - Distribuição setorial da amostra por ano

Setor	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Total
Energia Elétrica	8	8	10	12	12	13	12	13	14	14	14	15	15	160
Finanças e Seguros	4	4	6	7	8	9	10	10	12	12	9	12	11	114
Construção	3	5	6	7	7	6	8	8	9	9	6	10	10	94
Comércio	2	2	4	4	4	5	5	6	8	8	7	8	6	69
Alimentos e Bebidas	2	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	60
Petróleo e Gás	2	2	2	2	3	5	6	6	6	6	6	6	6	58
Siderurgia e Metalurgia	4	4	4	4	4	4	4	5	5	5	4	5	5	57
Transporte	2	2	2	2	2	3	4	4	4	4	4	5	5	43
Têxtil	0	1	2	2	3	3	4	4	5	5	6	4	3	42
Química	1	1	1	1	1	2	2	2	3	4	0	4	4	26
Telecomunicações	1	1	2	2	2	2	2	2	3	3	2	2	2	26
Veículos e Peças	2	1	2	2	1	1	2	3	2	1	3	3	3	26
Máquinas Industriais	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	20
Software e Dados	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	1	1	17
Papel e Celulose	0	0	0	0	1	1	1	1	2	2	2	2	2	14
Mineração	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
Minerais não Metálicos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	12
Agro e Pesca	0	0	0	0	0	0	1	1	2	2	1	2	2	11
Eletroeletrônicos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	4
Outros	5	7	11	12	15	16	19	22	24	22	22	23	24	222
Total	40	46	60	66	72	79	90	98	110	108	98	112	109	1.088

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva das características das empresas da amostra, com base nas variáveis utilizadas no estudo, a saber: rentabilidade do ativo, rentabilidade do patrimônio líquido, volatilidade, beta, governança corporativa, tamanho, endividamento e liquidez corrente.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis

Variável	N. observ.	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Mediana	Mínimo	Máximo
ROA	1.088	0,0592	0,1319	2,2302	0,0590	-1,9883	1,0696
ROE	1.088	0,0787	1,1795	14,9849	0,1149	-26,2649	20,8132
VOLAT	1.088	41,9150	21,5611	0,5144	40,2930	0,0000	126,8780
BETA	1.088	0,8699	0,4187	0,4813	0,9092	-0,2081	2,0105
GOV	1.088	50,0526	8,2947	0,1657	49,6667	15,0000	80,0000
TAM	1.088	14,9412	1,6341	0,1094	14,7444	11,3894	20,0745
ENDIV	1.088	0,1798	0,1609	0,8948	0,1539	0,0000	0,8940
LIQCOR	1.088	2,4465	9,0792	3,7110	1,3282	0,0000	189,5585

Fonte: Dados da pesquisa.

Como apresentado na Tabela 3, as variáveis de rentabilidade, retorno sobre ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), apresentaram médias de 5,92% e 7,87%, respectivamente. Embora os valores médios sejam próximos, o ROE apresentou elevada dispersão, evidenciada pelo seu coeficiente de variação, o mais alto entre todas as variáveis analisadas.

Em relação às variáveis de risco, a volatilidade (VOLAT) e o beta médio foram de 41,92 e 0,87, respectivamente, indicando níveis moderados de risco nas empresas analisadas. A variável governança corporativa (GOV) obteve média de 50,05 e valor máximo observado de 80, o que sugere espaço para melhorias, considerando que a pontuação máxima possível é de 100. Nesse sentido, corrobora-se o argumento de Bueno et al. (2018), ao afirmarem que o sistema de governança corporativa no Brasil ainda apresenta limitações em sua efetividade.

No que diz respeito às variáveis de controle, o tamanho das empresas (TAM), o endividamento (ENDIV) e a liquidez corrente (LIQCOR) foram analisados, sendo esta última a que apresentou maior dispersão, tanto pelo desvio padrão quanto pelo coeficiente de variação.

Com o intuito de aprofundar a análise, a Tabela 4 apresenta a evolução das médias anuais das variáveis dependentes (ROA, ROE, VOLAT e BETA) e da variável independente (GOV), ao longo do período de 2010 a 2022.

Tabela 4 - Média das variáveis dependentes e governança corporativa por ano

Ano	ROA	ROE	VOLAT	BETA	GOV
2010	0,1088	0,1957	34,5086	0,9353	46,7208
2011	0,0916	0,1541	39,6788	0,9534	52,4746
2012	0,0555	0,0755	38,1221	0,9635	49,4889
2013	0,0575	0,0883	36,8133	0,9316	48,8813
2014	0,0578	0,0993	41,0942	0,8695	50,5370
2015	0,0336	0,0548	52,0622	0,9020	49,3143
2016	0,0335	0,0415	52,8493	0,9224	49,2463
2017	0,0439	0,0695	42,7934	0,9615	50,4915
2018	0,0653	0,0292	44,1171	0,9437	51,6576
2019	0,0586	0,2781	39,7451	0,997	50,4691
2020	0,0408	-0,3027	74,3721	1,0511	49,4660
2021	0,1037	0,2099	46,6539	1,0739	49,6190
2022	0,0500	0,1033	0,0000	0,0000	50,6991

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base nas informações apresentadas na Tabela 4, observa-se que as variáveis de desempenho financeiro, retorno sobre ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), apresentaram oscilações ao longo do período analisado. Destaca-se o ROE negativo no ano de 2020, possivelmente reflexo dos impactos econômicos da pandemia de Covid-19 sobre as empresas brasileiras (Botta & Fonseca, 2023; Silva et al., 2024).

No que diz respeito às variáveis de risco, a volatilidade (VOLAT) apresentou um comportamento atípico em 2020, com valores significativamente superiores à média dos demais anos. Esse aumento acentuado pode estar relacionado às incertezas e instabilidades provocadas pela pandemia, refletindo o risco inicial enfrentado pelas empresas de diversos setores. A redução gradual nos anos seguintes pode indicar uma recuperação associada ao controle progressivo da crise sanitária no país (Moutinho & Silva, 2024).

Em relação à governança corporativa (GOV), constata-se uma relativa estabilidade na pontuação média das empresas ao longo do período, com valores próximos de 50 pontos. Esse padrão sugere a presença de mecanismos ainda incipientes de governança corporativa nas

organizações analisadas, o que evidencia a necessidade de avanços institucionais nessa dimensão (Pinheiro, Soares, & Abreu, 2022).

Com o objetivo de investigar a correlação entre as variáveis utilizadas na pesquisa, foi realizada uma análise de correlação de Pearson, cujos resultados são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 - Correlação entre as variáveis do modelo

Variáveis	ROA	ROE	VOLAT	BETA	GOV	TAM	ENDIV	LIQCOR
ROA	1							
ROE	0,376***	1						
VOLAT	-0,186***	-0,109***	1					
BETA	-0,126***	-0,066**	0,714***	1				
GOV	-0,047	0,0120	-0,054*	-0,079***	1			
TAM	-0,028	0,042	-0,099***	0,054*	-0,0280	1		
ENDIV	-0,224***	-0,093***	0,082***	0,025	-0,025	-0,060**	1	
LIQCOR	0,061**	0,0060	0,072**	0,051*	-0,0170	-0,081***	-0,117***	1

Nota: Valores exibidos representam o coeficiente de correlação de Pearson. ***, ** e * correspondem à significância estatística do coeficiente de correlação em 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Na Tabela 5, observa-se que, de modo geral, a variável independente *governança corporativa* (GOV) não apresenta correlação significativa com as variáveis de desempenho financeiro (ROA e ROE). No entanto, verifica-se uma correlação negativa com as variáveis de risco, volatilidade (VOLAT) e beta, com significância estatística de 10% e 1%, respectivamente. Esses resultados indicam que a adoção de mecanismos de *governança corporativa* não exerce influência direta sobre o desempenho financeiro das empresas, mas está associada à redução dos riscos corporativos.

A Tabela 6 apresenta as estimativas dos modelos de regressão propostos, os quais foram calculados por meio do método dos mínimos quadrados generalizados para dados em painel (*Feasible Generalized Least Squares – FGLS*).

Tabela 6 - Estimação dos modelos de regressão

Variáveis	ROA	ROE	VOLAT	BETA
Intercepto	0,2513 ***	0,3001	39,5544 ***	0,2328 *
GOV	-0,0005	0,0042	-0,0632	-0,0021 **
TAM	-0,0048	-0,0068	-0,836 ***	0,0244 ***
ENDIV	-0,1923 ***	-0,7462 ***	9,3805 ***	0,1402 ***
LIQCOR	0,0000	-0,0012	0,0280	-0,0001
Efeito fixo dos setores	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo dos anos	Sim	Sim	Sim	Sim
N. Observações	1.088	1.088	1.088	1.088
N. Empresas	126	126	126	126
Wald	173,45	89,77	2519,37	2194,43
p-value	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Nota: ***, ** e * denotam significância estatística dos coeficientes em 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 6, observa-se um efeito negativo e estatisticamente significativo da governança corporativa sobre o risco mensurado pelo beta. Isso indica que empresas com melhores práticas de governança tendem a apresentar menor exposição ao risco sistemático. No entanto, no modelo em que o risco é mensurado pela volatilidade, a governança corporativa não demonstrou efeito significativo, sugerindo que a influência da governança pode variar conforme o tipo de risco adotado como métrica.

No que diz respeito aos modelos de desempenho financeiro (ROA e ROE), a governança corporativa não apresentou significância estatística, contrariando a hipótese inicialmente formulada. Esse resultado pode indicar que as práticas de governança não impactam diretamente o desempenho financeiro das empresas, mas sim outros aspectos organizacionais ou estratégicos.

Entre as variáveis de controle, destaca-se o efeito do endividamento (ENDIV), que apresentou influência negativa sobre o desempenho financeiro (ROA e ROE), indicando que níveis mais elevados de endividamento dificultam a obtenção de melhores resultados financeiros. Nos modelos de risco, o endividamento também mostrou influência significativa, porém positiva, sugerindo que empresas mais endividadas estão mais propensas ao risco.

A variável tamanho (TAM) demonstrou impacto apenas sobre os modelos de risco, com efeitos opostos: enquanto reduziu o risco no modelo de volatilidade, aumentou o risco no modelo baseado no beta. Já a variável liquidez corrente (LIQCOR) não apresentou qualquer influência significativa sobre os modelos analisados.

A Tabela 7 apresenta a síntese dos resultados do teste de hipóteses. Verifica-se que apenas a hipótese **H2**, no modelo com o beta como variável dependente, foi confirmada empiricamente. Nos demais modelos, as hipóteses foram rejeitadas, uma vez que não foram observadas evidências estatisticamente significativas que sustentassem as relações propostas.

Tabela 7 - Hipóteses formuladas e os achados da pesquisa

Hipótese	Relação Esperada	Modelo ROA	Modelo ROE	Modelo VOLAT	Modelo BETA	Conclusão
H1	GOV $\Rightarrow$ + Desempenho Financeiro	N.S.	N.S.			Rejeitada em todos os modelos
H2	GOV $\Rightarrow$ - Risco			N.S.	Negativo	Confirmada no modelo BETA

Nota: N.S. = Não Significante.

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Em síntese, os resultados obtidos evidenciam a complexidade das relações entre governança corporativa, desempenho financeiro e risco. Embora não tenham sido encontradas evidências significativas de associação entre governança e desempenho financeiro, observou-se que práticas mais robustas de governança contribuem para a mitigação do risco sistemático das empresas. Esses achados reforçam a importância de considerar múltiplas dimensões e abordagens na avaliação dos efeitos da governança corporativa, além de sugerirem que seus impactos podem ser mais perceptíveis em aspectos relacionados à estabilidade e à exposição ao risco do que propriamente ao desempenho financeiro direto.

5 Conclusões

Esta pesquisa teve como objetivo analisar a influência das práticas de governança corporativa sobre o desempenho financeiro e o risco em empresas listadas na B3. Para isso, foram utilizados dados da base CSRHub referentes às práticas de governança, considerando o período de 2010 a 2022.

O desempenho financeiro foi mensurado por meio de duas métricas: retorno sobre ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Para a mensuração do risco, adotaram-se a volatilidade e o beta como indicadores. Além disso, foram incluídas como variáveis de controle o tamanho da empresa, o grau de endividamento e a liquidez corrente.

Os resultados empíricos indicaram que as práticas de governança corporativa não apresentaram influência estatisticamente significativa sobre o desempenho financeiro das empresas analisadas. No entanto, no modelo em que o risco é mensurado pelo beta, observou-se um efeito negativo e significativo da governança, indicando que práticas mais robustas podem contribuir para a mitigação do risco sistêmico da organização — o que representa uma implicação relevante para a estabilidade operacional e estratégica das empresas.

Embora o estudo apresente limitações, como a utilização exclusiva da métrica de governança corporativa fornecida pelo CSRHub e a amostra restrita a empresas listadas na B3, suas contribuições são relevantes tanto para a prática gerencial quanto para o avanço da pesquisa acadêmica.

Para os gestores, os achados reforçam que os benefícios da governança corporativa podem ir além do desempenho financeiro direto, estendendo-se à redução da exposição ao risco, à melhoria da reputação institucional, à ampliação do acesso a financiamentos e ao fortalecimento de mecanismos de compliance e transparência. A percepção de que a governança representa apenas um custo pode ser substituída por uma visão estratégica, em que sua adoção se associa à sustentabilidade e perenidade do negócio.

No campo acadêmico, o estudo contribui para o aprofundamento do debate sobre os efeitos da governança corporativa, sugerindo que seu impacto pode se manifestar de forma diferenciada conforme os indicadores utilizados. Os resultados obtidos indicam a necessidade de abordagens mais abrangentes e comparativas, que considerem diferentes contextos institucionais, setoriais e temporais.

Como toda pesquisa empírica, este estudo apresenta algumas limitações que devem ser consideradas na interpretação dos resultados. A variável de governança corporativa foi obtida exclusivamente por meio da base CSRHub, o que implica dependência de uma métrica padronizada que, embora amplamente utilizada, pode não capturar integralmente as especificidades das práticas adotadas por cada organização. Ademais, a amostra foi composta apenas por empresas listadas na B3, o que restringe a generalização dos achados para empresas de capital fechado ou inseridas em diferentes ambientes institucionais. Reconhece-se também que o modelo adotado contemplou um conjunto limitado de indicadores de desempenho financeiro e risco, o que pode não refletir toda a complexidade envolvida nessas dimensões.

Diante dessas limitações, sugerem-se, para pesquisas futuras, a incorporação de variáveis adicionais relacionadas ao desempenho financeiro (como margens operacionais e retorno total ao acionista), ao risco (incluindo risco operacional ou de crédito) e à governança corporativa (como composição e independência do conselho, estrutura de propriedade e práticas ESG). Além disso, recomenda-se a ampliação da base amostral para incluir empresas não listadas e organizações de diferentes países, possibilitando análises comparativas em contextos institucionais distintos e contribuindo para uma compreensão mais abrangente e robusta dos efeitos da governança corporativa sobre os resultados empresariais.

Referências

Amorim, D. A., & Oliveira, N. B. M. (2022). O princípio da integridade na governança pública brasileira: uma revisão sistemática. *Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade (RAGC)*, 10(43), 1-21.

- Arellano, M., & Bover, O. (1990). La econometria de datos de panel. *Investigación Económica*, 14(1), 3-45.
- Besarria, C. N., Paula, A. A., Araújo, B. S., Alves, J. N., Almeida, F. F., & Monteiro, V. S. (2015). A qualidade das informações prestadas pelas empresas reduz os riscos de investimento? Uma análise empírica para os diferentes níveis de governança corporativa das empresas brasileiras. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia - RACE*, 14(1), 11-38.
- Bomfim, E. T., Teixeira, W. S., & Monte, P. A. (2015). Relação entre o disclosure da sustentabilidade com a governança corporativa: um estudo nas empresas listadas no IBrX-100. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 10(1), 6-28.
- Bond, S. (2002). Dynamic panel data models: A guide to micro data methods and practice. *Portuguese Economic Journal*, 1(2), 141-162.
- Botta, L. O., & Fonseca, M. N. (2023). Saúde financeira de empresas do segmento de calçados durante a pandemia de Covid-19. *Revista de Gestão e Secretariado*, 14(11), 20480-20503.
- Bueno, G., Nascimento, K., Lana, J., Gama, M. A. B., & Marcon, R. (2018). Mecanismos externos de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 120-141.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2014). The relation between corporate governance and market value: Mitigating endogeneity problems. *Brazilian Business Review*, 11(1), 90-110.
- Creswell, J. W. (2010). *Projeto de pesquisa: métodos qualitativo e quantitativo* (3ª ed.). Artmed.
- Crisóstomo, V. L., Pinheiro, B. G., & Auzier, J. C. (2021). Determinantes do financiamento por leasing e dívida no Brasil. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 9(2), 113-132.
- Crisóstomo, V. L., Prudêncio, P. A., & Brandão, I. F. (2023). Corporate reputation in Brazil: The effects of the shareholding control configuration, corporate governance, and corporate social responsibility. *Corporate Reputation Review*, 26(4), 243-263.
- Dias, A. T., Dias, W. D., Silva, J. T. M., & Ferreira, B. P. (2020). As influências da governança corporativa e da estrutura de capital no desempenho e no risco da firma. *Revista Gestão & Tecnologia*, 20(2), 98-120.
- Galvão, N. M. S. (2022). Sustentabilidade da liquidez no setor da moda do Brasil: Antes e durante a Covid-19. *Revista de Administração, Regionalidade e Contabilidade*, 1(1), 36-49.
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381-402.

- Gomes, F. P., & Tortato, U. (2011). Adoção de práticas de sustentabilidade como vantagem competitiva: Evidências empíricas. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 5(2), 33-49.
- Gray, D. E. (2012). *Pesquisa no mundo real* (2ª ed.). Penso.
- Gurjão, N. O., Albuquerque, W. M., & Campos, K. C. (2019). Análise de índice de desempenho financeiro e econômico de empresas de alimentos e bebidas no Brasil. *Revista de Administração da UEG*, 10(3).
- IBGC. (2023). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (6ª ed.). Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
- Lin, L., Hung, P. H., Chou, D. W., & Lai, C. W. (2019). Financial performance and corporate social responsibility: Empirical evidence from Taiwan. *Asia Pacific Management Review*, 24(1), 61-71.
- Lopes, I. F., Beuren, I. M., & Vicente, E. F. R. (2021). Associação da evidenciação do gerenciamento de riscos com governança corporativa e desempenho em empresas com ADRs. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 9(1), 5-21.
- Machado, L. K. C., Prado, J. W., Rauber, L. L., Carvalho, E. G., & Santos, A. C. (2020). A influência da governança corporativa no desempenho financeiro, na oportunidade de crescimento e no valor de mercado das firmas: Uma análise com modelagem de equações estruturais. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 39(2), 27-41.
- Machado, M. A. V., & Machado, M. R. (2013). Responsabilidade social impacta o desempenho financeiro das empresas? *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(1), 2-23.
- Martins, V. A., Junior, J. J., & Enciso, L. F. (2018). Conflitos de agência, governança corporativa e o serviço público brasileiro: Um ensaio teórico. *Revista de Governança Corporativa (RGC)*, 5(1), 1-30.
- Moutinho, R., & Silva, R. L. M. (2024). Investimentos ESG na pandemia da Covid-19: Houve desempenhos financeiros e acionários superiores? *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 23, 1-18.
- Pinheiro, L. B. G., Pinheiro, B. G., & Paiva, L. E. B. (2023). Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro: Uma análise de empresas listadas na B3. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 22, 1-19.
- Pinheiro, B. G., Soares, R. A., & Abreu, M. C. S. (2022). Explorando o papel da estrutura de propriedade nas decisões sobre práticas de responsabilidade social corporativa voltadas aos empregados. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 24(4), 655-674.
- Ponte, V. M. R., Oliveira, M. C., De Luca, M. M. M., Oliveira, O. V., Aragão, L. A., & Sena, A. M. C. (2012). Motivações para a adoção de melhores práticas de governança corporativa segundo diretores de relações com investidores. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos - BASE*, 9(3), 255-269.

- Quiraque, E. H., Sousa, A. M., Orsato, R., & Colauto, R. D. (2021). Estrutura de capital e rentabilidade de empresas moderada pela assimetria informacional. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 20(3), 144-165.
- Ribeiro, J. E., & Souza, A. A. (2023). Índice de governança corporativa e desempenho de mercado: Evidências no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34(92), 1-16.
- Rissatti, J. C., Borba, J. A., Maragno, L. M. D., & Paulo, E. (2022). Determinantes para aprovação do pacote de remuneração dos executivos por parte dos acionistas. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 16(1), 53-73.
- Rosa, A. A. S., Bastos, T. E. F., Silva, B., & Ribeiro, K. C. S. (2021). Os impactos da governança corporativa e da internacionalização no valor de mercado das empresas brasileiras: Uma aplicação da análise dos componentes principais. *Internext*, 16(3), 324-344.
- Rosini, A. M., & Silva, A. A. (2018). Governança corporativa: Análise de boas práticas em uma instituição religiosa. *Revista Científica Hermes*, 20, 202-227.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, L. M. M., Santos, S. G., Santos, R. I., & Silva, V. (2024). O impacto da pandemia de Covid-19 no capital de giro e a previsão de insolvência das companhias brasileiras do subsetor de hotéis e restaurantes. *Refas - Revista Fatec Zona Sul*, 10(3), 35-58.
- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2006). Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 4(1), 1-30.
- Thanetsunthorn, N., & Wuthisatian, R. (2016). Current state of corporate governance: Global business and cultural analysis. *Management Research Review*, 39(11), 1431-1446.
- Vasconcelos, A. C., Guedes, F. Y. A., Guimarães, D. B., & Tavares, F. B. R. (2023). Desempenho ESG, risco e a (in)existência do comitê de risco nas empresas brasileiras. *Revista Mineira de Contabilidade*, 24(3), 63-78.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT Press.
- Zaman, R., Jain, T., Samara, G., & Jamali, D. (2022). Corporate governance meets corporate social responsibility: Mapping the interface. *Business & Society*, 61(3), 690-752.