



08, 09, 10 e 11 de novembro de 2022
ISSN 2177-3866

A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS INTEGRANTES DOS SEGMENTOS CÍCLICO E NÃO CÍCLICO NO NOVO MERCADO DA B3-BRASIL, BOLSA, BALCÃO

FRANÇOIS FABIANE TRENTO

UNIVERSIDADE ESTADUAL DO OESTE DO PARANÁ (UNIOESTE)

GEYSLER ROGIS FLOR BERTOLINI

UNIVERSIDADE ESTADUAL DO OESTE DO PARANÁ (UNIOESTE)

IVANO RIBEIRO

UNIVERSIDADE ESTADUAL DO OESTE DO PARANÁ (UNIOESTE)

A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS INTEGRANTES DOS SEGMENTOS CÍCLICO E NÃO CÍCLICO NO NOVO MERCADO DA B3-BRASIL, BOLSA, BALCÃO

Resumo

A governança corporativa é um mecanismo de controle, no qual conecta acionistas e a gestão da companhia, além disso, pode ser entendida como uma ferramenta capaz de mitigar os problemas da agência, proporcionando maiores mecanismos para a promoção da sustentabilidade empresarial. Esta pesquisa tem como objetivo analisar a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas integrantes dos segmentos cíclico e não cíclico no Novo Mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão. O estudo se classifica majoritariamente como quantitativo e documental, recorrendo a dados disponibilizados no site da B3, site corporativo das empresas e programa Economatica para o levantamento de dados. O método utilizado para atingir o objetivo proposto se embasa em um índice de governança corporativa desenvolvido, o qual é dividido em cinco dimensões: diretoria, conselho de administração, auditoria, reuniões do conselho e princípios da governança corporativa. O corte temporal é de 2018 a 2020, totalizando 178 observações. Para análise dos dados foi utilizada a correlação de *Pearson* e regressão linear múltipla com o auxílio do sistema SPSS. Os resultados apontam que o tamanho do conselho de administração e a empresa ser auditada por uma *Big Four* tem relação positiva com o desempenho financeiro das empresas, já membros independentes do conselho de administração, a dualidade da diretoria e quantidade de reuniões anuais apresentam relação negativa com o desempenho financeiro. Além disso, a diversidade de gênero em grupos estratégicos não apresentou resultados conclusivos. A contribuição da pesquisa se volta para maior compreensão da estrutura de governança das empresas brasileiras que estão inseridas no nível mais elevado do mercado acionário brasileiro, sob a análise aprimorada de como está fundamentado este arranjo corporativo.

Palavras-chave: Sustentabilidade financeira. Estrutura de governança. Estratégia. Competitividade.

Abstract

Corporate governance is a control mechanism, which connects investors and the company management. Furthermore, it can be understood as a tool capable of mitigating the agency problems, providing bigger mechanisms to promote the business sustainability. Thus, this research aims to analyze the relation between corporate governance and financial performance of the companies of cycle and no cycle segment in the New Market in B3-Brazil stock exchange and over-the-counter market. This study is mostly classified as a quantitative and documental, using data available on the B3 website, a company corporate website and Economatica program for data survey. The method used to reach the proposed objective is based on a corporate governance index, which is divided in five dimensions: the board of directors, administrative council, audit, board meetings and the principles of corporate governance. The temporal outage ranges from 2018 to 2020, totalizing 178 observations. For the data analysis, it was used the Pearson correlation and multiple linear regression through SPSS system. The results show that the size of the administrative council and to be audit by a Big Four has had a positive relation with the financial performance of the companies, ever the independent members of the executive board, the duality of the directors and the number of the board meetings have shown a negative relation towards the financial performance. Moreover, the gender diversity in strategic groups has not shown conclusive results. The contribution of the research leads to a greater comprehension about the structure of governance in Brazilian

companies that are in the highest level of the Brazilian stock exchange, under the improved analysis on how it is reasoned this corporate arrangement.

Keywords: Financial sustainability. Governance structure. Strategy. Competitiveness.

1 Introdução

A governança corporativa (GC) é composta por um grupo estruturado de indivíduos tais como diretoria executiva, conselho fiscal, conselho de administração e comitês de assessoramentos. Perante eles gera-se grandes expectativas quanto a promoção de boas práticas de governança, sendo destas o desenvolvimento da *performance* financeira e criação de valor da companhia as principais. Tais anseios são em razão que esse grupo, quando bem estruturado, tende a aprimorar processos internos, elaboração e implantação de estratégias de negócios mais acuradas. Assim, quanto melhor a gestão destes grupos maior a tendência de melhorar a desenvoltura financeira da companhia (Crisóstomo & Girão, 2019; Pinteá, Pop, Gavriletea & Sechel, 2020).

Uma GC confiável está relacionada a estabelecer procedimentos e estruturar a companhia, a fim de efetuar o melhor arranjo de gestão para resolver os desafios que o ambiente corporativo proporciona. Deste modo, uma das peças-chave para a eficiência e desenvolvimento econômico de uma organização é a atuação participativa da GC (Scherer e Voegtlin, 2018). Uma das métricas mais utilizadas para analisar a representatividade econômica de uma empresa é através de seu desempenho financeiro. A sustentabilidade financeira reflete a boa gestão que a empresa desempenha, e isso faz com que ela se torne mais competitiva no mercado acionário (Bach, Kudlawicz, & Silva, 2015).

A GC surgiu da ideia de integração entre *stakeholders*, na busca da incorporação dos objetivos de cada um perante os objetivos da organização. No entanto, no decorrer do tempo ela passou a ser sinônimo de maior controle e transparência. Percebe-se assim, que empresas com maior teor de GC (mais organizadas e transparentes) estão mais propensas a desenvolver sua *performance* (Moreira, Freire, & Silva, 2018). Assim, o presente estudo tem por objetivo analisar a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas integrantes dos segmentos cíclico e não cíclico no novo mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão.

Para atingir este objetivo, buscou-se na literatura as variáveis mais debatidas para com a governança corporativa, elaborar um índice e aplica-lo a fim de quantificá-la. O estudo foi aplicado entre os anos de 2018 a 2020 nas empresas do consumo cíclico e não cíclico no novo mercado da B3, onde contempla 178 observações. As métricas estatísticas aplicadas fora a correlação de *Pearson* e regressão linear, a fim de analisar a relação das duas grandezas.

Os resultados apontam que o tamanho do conselho de administração e a empresa a ser auditada por uma *Big four* tem relação positiva com o desempenho financeiro das empresas. Contudo, ao contrário do que se esperava encontrar, a diversidade de gênero em grupos da GC não apresenta resultados conclusivos. Além disso, membros independentes do conselho de administração, a dualidade da diretoria e quantidade de reuniões anuais apresentam uma relação negativa com o desempenho financeiro. A contribuição da pesquisa está voltada para maior compreensão da estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras que estão inseridas no nível mais elevado de governança do mercado acionário brasileiro, sob a análise aprimorada de como está fundamentado este arranjo corporativo e seus impactos sob o desempenho financeiro, além de apresentar um método de quantificação da governança corporativa aplicável às empresas brasileiras após as alterações dos órgãos de regulamentação.

2 Revisão da Literatura

A Teoria da Agência (TA) é amplamente utilizada para abordar o tema da GC, isso é decorrente da relação de agência que existe entre propriedade e controle. Assim, essa teoria pode ser entendida como um pacto contratual firmado entre duas partes, onde o principal encarrega outra pessoa – o agente – para atuar em seu nome, no qual envolve o repasse da autoridade quanto à tomada de decisões. Uma das questões mais relevantes elucidadas pela TA é que os agentes que formam a GC têm o dever de proteger e satisfazer os interesses dos acionistas e investidores, principalmente sob a ótica de aumentar os seus lucros (Jensen & Meckling, 1976; Magnanelli & Pirolo, 2021).

Uma das premissas da GC é diminuir os riscos de uma gestão fora dos propósitos da companhia, principalmente no sentido de não prejudicar o investidor de alguma forma. Fica a cargo então deste grupo estratégico a garantia de formular boas estratégias e o desenvolvimento sustentável das atividades, para que periodicamente ela possa proporcionar o retorno financeiro a seus investidores em forma de dividendos (Shleifer & Vishny, 1997; Chong & López-de-Silanes, 2007).

Uma das variáveis mais abordadas no contexto da GC é a diretoria, onde a literatura apresenta resultados interessantes. Napitupulu, Situngkir, Basuki & Nugroho (2020) e Phuong e Hung (2020) comentam que o conselho de diretores influencia a *performance* e valor da empresa, e que a dualidade dos diretores (ocupar cargos tanto na diretoria quanto no conselho de administração) pode ser um fator de impacto. Há estudos que o apontam como um critério que está negativamente associado ao desempenho financeiro (Mishra & Kapil, 2018), contudo, há outros estudos que inferem que tal prática nas empresas é positiva, em se tratando de desempenho financeiro (Boonlert-U-Thai & Pakdee, 2018; Saini & Singhania, 2018).

Além da dualidade, quando analisada a questão da diversidade de gênero na diretoria, estudos comentam que ela está positivamente associada ao desempenho, no qual promove maior discussão dos assuntos e maior clareza nas informações prestadas, contribuindo assim para remeter maior segurança aos investidores (Kaur & Vij, 2017; García-Sánchez, Suárez-Fernández & Martínez-Ferrero, 2018; Egerová & Nosková, 2019; Lin, Ma & SU, 2019). Em contrapartida, o estudo de Wang (2020) comenta que as mulheres nos conselhos de diretores não proporcionam significativa influência para um melhor desempenho financeiro e da governança de modo geral. Assim, seguem as seguintes hipóteses relacionadas à diretoria.

H1. A heterogeneidade na diretoria está positivamente relacionada ao desempenho financeiro.

H2. A dualidade na diretoria está negativamente associada ao desempenho financeiro.

Já em relação ao conselho de administração, a heterogeneidade em conselhos de administração também é um tema muito debatido na literatura, e assim como o caso da diretoria, os resultados que apresentam são relevantes. Os estudos de Dal Magro, Dani, Vergini & Silva (2018) e Costa, Sampaio e Flores (2019) comentam que há uma relação positiva entre o desempenho empresarial e a participação de mulheres no conselho de administração. Já os estudos de Silva e Margem (2015) e Jesus, Souza, Pelucio-Grecco e Silva (2020) comentam que no Brasil tal questão possui resultados inconclusivos, pois a representatividade de mulheres neste grupo estratégico não é significativa ao ponto de poder efetuar alguma inferência.

Outra variável muito debatida dentro do conselho de administração são os membros independentes. Tais membros têm a função de trazer um olhar de fora para a empresa, no qual sugere e examina questões com outro olhar. Enquanto há estudos que inferem que tais membros não exercem um impacto representativo no desempenho financeiro (Yasser, Al Mamun & Seamer, 2017), há outros que comentam que tal variável pode apresentar-se como um fator significativo no resultado financeiro e que é importante promover maior adesão de conselheiros independentes devido à sua posição estratégica dentro da GC (Kyere & Ausloos, 2019; Barros et. al., 2020; Handayani, Rohman, Chariri & Pamungkas, 2020; Napitupulu et. al., 2020).

Além da heterogeneidade de gênero e membros independentes em conselhos de administração, há na literatura pesquisas que comentam sobre a relação do tamanho deste

conselho dentro da governança corporativa e o desempenho financeiro da empresa. Os estudos de O'Connell e Cramer (2010), Gill e Mathur (2011) e Melawati e Wahyuningsih (2016) comentam que não há nenhuma influência ou que o tamanho do conselho está negativamente associado a *performance* financeira da empresa. No entanto, os estudos de Tornyeva e Wereko (2012), Mishra e Mohanty (2014), Herdjiono e Sari (2017), Farooque, Buachoom e Sun (2020) e Hermuningsih, Kusuma e Cahyarifida (2020) comentam que há relação entre esses dois constructos, pois o mesmo influencia diretamente no processo de tomada de decisão, tendo em vista o maior compartilhamento de experiências entre os membros e assim, impactando positivamente no desempenho. Através de tais achados na literatura, surgem as seguintes hipóteses pertinentes ao conselho de administração.

H3. A heterogeneidade no conselho de administração está positivamente relacionada ao desempenho financeiro.

H4. A existência de membros independentes acima do percentual exigido por lei está positivamente associada ao desempenho.

H5. O tamanho do conselho de administração está positivamente associado ao desempenho financeiro.

Com relação ao comitê de auditoria, há estudos que o ligam diretamente à *performance* financeira da empresa, em razão do poder das informações auditadas por estes agentes para com os *stakeholders* da empresa (Tornyeva & Wereko, 2012; Herdjiono & Sari, 2017; Hermuningsih, Kusuma, & Cahyarifida, 2020). No entanto, há também pesquisas que comentam que o comitê de auditoria não influencia de forma significativa a *performance* financeira, como é o caso do estudo de Napitupulu *et. al.* (2020), o qual afirma que o comitê de auditoria é responsável por assessorar o conselho de administração no monitoramento das informações que compõem os relatórios, garantindo sua credibilidade, e em razão disso não influencia de forma direta nos resultados da empresa.

Além disso, há estudos que incluem a auditoria externa como uma variável a ser mensurada, tendo em vista o impacto que a auditoria realizada por empresas especializadas pode gerar, que pode ir desde questões relacionadas à segurança nas informações prestadas até a segurança de um investidor em deixar seus recursos em determinada empresa. Existem atualmente quatro grandes empresas que prestam tal tipo de consultoria em auditoria e que são referência quando aborda-se o assunto auditoria externa, são elas: Ernst & Young (EY), Deloitte, PricewaterhouseCoopers (PwC) e KPMG, também conhecidas como *Big Four* (Al-Gamrh *et. al.*, 2020; Farooque, Buachoom & Sun, 2019). Diante disso, é pertinente avaliar como é o comportamento da auditoria em empresas brasileiras e assim surge a seguinte hipótese:

H6. Empresas auditadas por uma Big Four estão positivamente associadas ao desempenho financeiro.

Referente às reuniões do conselho, o estudo de Kaur e Vij (2017) e Mishra e Kapil (2018) apontam que estas podem transpassar um positivo sinal para o mercado, em se tratando de comprometimento em resolver os problemas e assim, acaba por gerar valor. Além disso, conselhos que se encontram mais vezes ao ano tendem a ser mais eficientes, pois os membros conseguem ter mais efetividade quanto às estratégias. Já o estudo de Yousaf *et. al.* (2019) comenta que a frequência das reuniões possui uma moderada relação negativa quanto aos aspectos da estrutura do conselho. E diante do exposto, surge a seguinte hipótese.

H7. A quantidade de reuniões anuais do conselho de administração está positivamente associada ao desempenho financeiro.

Por fim, os Princípios da GC são um dos fatores que mais impactam a imagem da empresa, e conseqüentemente, o olhar dos investidores sobre ela é a transparência das informações. A prática de divulgação de informações com qualidade e transparência tende a impactar de forma positiva o desempenho da empresa (sendo ela de forma direta ou indireta),

tendo em vista que informações mais precisas podem despertar o interesse de investidores e, conseqüentemente, a captação de mais recursos para investimentos. Salienta-se que estes princípios da GC (transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa) estão diretamente ligados aos agentes que a compõem, como diretores, conselho de administração e comitê de auditoria (Silveira, 2015; Degenhart, Soares Casarin, Marquezan & Soares, 2021). Para melhor compreensão das hipóteses formuladas a Figura 01 apresenta o modelo teórico da pesquisa.



Figura 01. Modelo teórico da pesquisa

Fonte. Dados da pesquisa (2022).

3 Método da Pesquisa

Este estudo se classifica perante sua natureza como aplicada, quanto a seus objetivos como descritiva, quanto aos seus procedimentos técnicos como bibliográfico e documental, e perante a abordagem do problema como quantitativo (Prodanov & Freitas, 2013). Para esta pesquisa, optou-se por estudar os setores Cíclico e Não Cíclico, no qual resultou em 178 observações. O período utilizado para análise dos dados corresponde aos anos de 2018 a 2020.

As métricas estatísticas utilizadas foram a correlação de *Pearson* e regressão linear na intenção de analisar a relação das variáveis de desempenho financeiro e GC. Os dados do estudo foram coletados em relatórios junto ao site da B3 e em documentos fornecidos pela empresa no site corporativo. Já para o cálculo dos índices financeiros, a coleta foi junto aos demonstrativos financeiros disponibilizados no site da B3, para confrontar com o valor apresentado no programa Economática. O setor escolhido para o estudo representa aproximadamente 40% do total de empresas que compõem o novo mercado da B3 no ano de 2020. Este segmento foi escolhido em virtude de suas áreas de atuação serem distintas, proporcionando assim maior amplitude na comparação entre as empresas.

Para a quantificação da governança corporativa, elaborou-se um índice, em que para a composição das dimensões optou-se pelo método *Dummy*, onde se atribuiu 1 se sim e 0 caso a empresa não integrasse a informação daquele item. Para a divisão 4, foi utilizada a quantidade de reuniões realizadas anualmente. Assim, o índice foi composto por cinco dimensões: Diretoria, Conselho de Administração, Auditoria, Reuniões do Conselho e Princípios da GC. A seguir, a Tabela 01 apresenta o índice de GC formulado para esta pesquisa e os estudos que a embasaram.

Tabela 01

Variáveis e divisões que compõem o Índice de Governança Corporativa

Divisão	Variáveis de estudo	Embasamento da literatura
D1-Diretoria	Há diversidade de gênero no conselho de diretores	Kaur & Vij (2017), Saini & Singhania (2018)

	A diretoria é composta por 3 ou mais membros	Malik (2017), Farooque, Buachoom & Sun (2019), Mishra, Jain & Manogna (2020)
	A diretoria é composta por membros distintos do conselho de administração	Boonlert-U-Thai & Pakdee (2018), Mishra & Kapil (2018), Saini & Singhanian (2018), Kyere & Ausloos (2019)
	Os diretores não possuem outros cargos em outras empresas	Saini & Singhanian (2018), Zambon, et. al. (2018)
	É inexistente o acúmulo de funções de diretoria	Saini & Singhanian (2018)
D2-Conselho de administração	Há diversidade de gênero no conselho de administração	Kaur & Vij (2017), Dal Magro, Dani, Vergini & Silva (2018), Saini & Singhanian (2018), Costa, Sampaio e Flores (2019),
	Ao menos 30% do conselho são formados por conselheiros independentes	Yasser, Al Mamun & Seamer (2017), Mishra & Kapil (2018), Kyere & Ausloos (2019), Barros et. al. (2020), Handayani et. al. (2020), Suklev, Debarliev & Drakulevski (2020)
	O conselho de administração é formado por 5 a 9 membros	Gill e Mathur (2011), Melawati et. al. (2016); Malik (2017), Farooque, Buachoom & Sun (2019), Mishra, Jain & Manogna (2020)
	Há informações sobre a composição do conselho de administração no Relatório da Administração enviado à CVM	Bach, Kudlawicz & Silva (2015), Saini & Singhanian (2018)
	A empresa disponibiliza informações sobre o seu comitê de auditoria interno	Mishra & Kapil (2018), Zambon et. al. (2018), Napitupulu et. al. (2020)
D3- Auditoria	Ao menos um membro do comitê de auditoria é externo	Tornyeva & Wereko (2012), Napitupulu et. al. (2020)
	Número de reuniões do comitê de auditoria é de 3 ou mais por ano	Farooque, Buachoom & Sun (2019)
	Empresa auditada por uma Big Four (PWC, KPMG, E&Y ou Deloitte)	Zambon et. al. (2018), Al-Gamrh et al. (2020), Al Farooque, Buachoom & Sun (2019)
D4-Reuniões	Número de reuniões do conselho de administração	Suteja, Gunardi & Auristi (2017), Kaur & Vij (2017), Mishra & Kapil (2018), Saini & Singhanian (2018), Al Farooque, Buachoom & Sun (2019), Yousaf et. al. (2019), Mishra, Jain & Manogna (2020)
D5-Princípios da GC: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa	A empresa informa em algum documento ou site a composição dos membros do conselho de administração	Lima et. al. (2015), IBGC (2016), Saini & Singhanian (2018), García-Sánchez, Suárez-Fernández & Martínez-Ferrero (2018)
	O website dispõe de documentos relativos à governança corporativa	Bach, Kudlawicz & Silva (2015), Lima et. al. (2015), García-Sánchez, Suárez-Fernández & Martínez-Ferrero (2018)
	O website da empresa possui tradução em um ou mais idiomas	Bach, Kudlawicz & Silva (2015), Lima et. al. (2015)
	O RA (Relatório da Administração) inclui seção dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa	Bach, Kudlawicz & Silva (2015), IBGC (2016), Saini & Singhanian (2018), Al-ahdal et. al. (2019), Degenhart et. al. (2021)

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Em resumo, esta pesquisa buscou compreender se a governança corporativa (através das variáveis do índice formado) pode estar relacionada ao desempenho financeiro das empresas que compõem a população escolhida, sob a ótica da Teoria da Agência e voltado à sustentabilidade financeira. O subcapítulo a seguir comenta sobre as limitações do estudo.

4 Resultados

A primeira análise estatística efetuada trata-se da correlação de *Pearson*, na qual a Tabela 02 apresenta os resultados das variáveis que compõem o índice da GC. Os resultados da demonstram que o ano não evidenciou nenhuma correlação significativa, isso mostra que os períodos em que a pesquisa foi realizada não impactaram de forma representativa os dados relacionados. Com grau de significância ao nível de 1%, o segmento de atividade demonstrou uma correlação negativa com os membros independentes da diretoria, membros independentes do conselho de administração e tamanho do mesmo. Contudo, apresentou uma correlação positiva com as línguas em que o site é traduzido e Ebitda.

A heterogeneidade na diretoria demonstrou uma correlação significativa com a composição e a dualidade da diretoria, a heterogeneidade do conselho de administração e empresa auditada por uma *Big Four*, mas uma correlação negativa com membros independentes da diretoria e informações quanto à composição do conselho de administração. A composição da diretoria possui correlação positiva com o ROA e correlação negativa com acúmulo de funções de diretores, número de reuniões do conselho de administração. Em relação à dualidade da diretoria, há uma correlação com a empresa auditada por uma *Big Four*.

Já em relação aos diretores ocuparem outros cargos em outras empresas, a um nível de significância de 1%, a heterogeneidade, informações da governança corporativa e Ebitda demonstram uma correlação negativa. Em contrapartida, as informações da composição do conselho de administração denotaram correlação positiva. Quanto ao acúmulo de funções na diretoria, observou-se a correlação negativa entre a divulgação de informações do comitê de auditoria, empresa auditada por *Big Four*, número de reuniões anuais do conselho de administração, informações sobre a GC no relatório da administração enviado à B3 e o ROA.

Membros independentes do conselho de administração demonstraram correlação com a composição do conselho, divulgação de informações do comitê de auditoria e empresa auditada por uma *Big Four*. O tamanho do conselho de administração e informações sobre o mesmo possui correlação com informações sobre a GC no relatório da administração enviado à B3.

Em se tratando da divulgação de informações do comitê de auditoria, esta possui correlação com membros externos deste comitê, informações sobre a GC e Ebitda. Já a variável membro externo da auditoria, está positivamente correlacionada à empresa auditada por uma *Big Four* e informações sobre a GC. Reuniões do comitê de auditoria estão negativamente correlacionadas à empresa auditada por uma *Big Four*, informações sobre a GC e ROA.

Já reuniões anuais do conselho de administração estão negativamente correlacionadas às informações da GC. Informações do conselho de administração possuem correlação negativa com informações sobre a GC no relatório da administração enviado à B3. E por fim, com um nível de significância de 1% as informações sobre a GC no relatório da administração enviado à B3 possuem correlação com o ROA e Ebitda.

Tabela 02
Correlação de *Pearson*

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 Ano	1,000														
2 Segmento	-0,007	1,000													
3 Heterogeneidade Diretoria	0,093	-0,089	1,000												
4 Tamanho Diretoria	0,037	-0,017	,304**	1,000											
5 Dualidade Diretoria	-0,010	0,022	,256**	0,012	1,000										
6 Cargos em outras empresas Acúmulo de Funções	0,014	-,352**	-,148*	-,175*	0,131	1,000									
7 Diretoria	-0,043	-0,083	-0,075	,197**	-0,093	-0,002	1,000								
8 Heterogeneidade_CA	0,019	0,114	,434**	0,075	0,011	,267**	0,011	1,000							
9 Membro Independente CA	-0,028	-,194**	-0,016	-0,016	0,031	0,031	0,073	0,074	1,000						
10 Tamanho do CA Informações RA	-0,011	-,569**	-0,016	0,058	-0,101	,160*	-0,014	-0,108	,363**	1,000					
11 CVM CA Divulgação Informações	-0,019	0,049	-0,129	0,007	-0,003	0,096	-0,062	0,036	-0,030	-0,104	1,000				
12 Comitê Auditoria Membro Externo	0,071	0,090	0,020	0,147	0,048	-0,123	,198**	0,024	,239**	0,007	-0,023	1,000			
13 Comitê Auditoria 3 memb. N Reuniões Comitê	0,112	-0,146	,188*	0,145	,191*	-0,036	-0,057	0,048	,182*	-0,031	-0,078	,730**	1,000		
14 Auditoria	-0,056	-0,111	0,061	,203**	0,138	0,081	0,076	0,027	0,037	0,068	-0,032	-0,127	-0,106	1,000	
15 Empresa Auditada Bigfour	0,006	-0,089	,248**	,241**	,219**	-0,059	,211**	0,032	,197**	0,030	-0,036	0,140	,195**	,315**	1,000
16 Reuniões Anuais CA	-0,005	0,065	0,017	,186*	,165*	-0,122	,270**	0,043	-0,043	-0,128	0,062	,180*	0,105	0,058	,194*
17 Inform Composição CA	0,019	-0,120	-,219**	-0,066	0,006	,265**	0,079	-,185*	-0,099	-0,063	-0,134	,171*	,152*	0,038	-0,127
18 Informação GC Informação Tradução	0,021	0,082	-0,014	,174*	,154*	,286**	-,167*	-0,003	,191*	-0,022	0,043	,623**	,451**	,207**	,385**
19 Línguas Informação RAB3	-0,013	,239**	-0,112	-0,092	0,127	-,186*	-0,055	-0,132	0,069	0,044	-0,067	0,143	-0,107	-0,026	0,000
20 Inclui GC	-0,056	0,072	-0,045	0,108	0,030	-0,109	,217**	-,181*	-0,068	,197**	,431**	0,085	-0,078	0,012	-0,000
21 ROA	-0,095	0,135	0,126	,237**	-0,127	-,174*	,193**	-0,007	-,160*	0,007	0,049	0,100	-0,007	,212**	,243**
22 ROE	-0,081	0,104	0,066	0,012	-0,106	-0,113	0,021	-0,072	-0,089	,173*	-0,107	0,081	0,032	-0,109	0,000
23 Ebitda	0,052	,420**	-0,063	0,132	-0,079	,236**	-0,139	0,142	0,039	-0,105	,191*	,276**	0,070	-0,065	-0,000

* A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades) e **A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Para maior robustez nos resultados da pesquisa, e também na intenção de analisar os impactos da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas integrantes do Novo Mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão, a Tabela 03 se dedica a explicar sobre a regressão linear bivariada para o índice de GC formulado.

Tabela 03

Análise de regressão linear

	Ebitda		ROA		ROE		
Variáveis controle	Beta	t	Beta	t	Beta	t	VIF
Ano	0,051	0,806	-0,107	-1,637	-0,102	-1,429	1,036
Segmento	0,502	5,286	0,114	1,171	0,343	3,227	2,294
Tamanho_da_Diretoria	0,078	1,079	0,097	1,309	-0,098	-1,216	1,328
Acúmulo_de_Funções_Diretoria	-0,065	-0,912	-0,072	-0,993	0,078	0,987	1,284
Exclusividade_Diretoria	-0,117	-1,424	-0,082	-0,966	-0,103	-1,12	1,73
Informações_RA_CVM_CA	0,147	1,893	-0,052	-0,649	-0,068	-0,781	1,533
Informações_Comitê_Auditoria	0,193	1,453	0,156	1,14	0,161	1,084	4,501
Membro_Externo_Comitê_Auditoria	-0,049	-0,434	-0,078	-0,669	0,056	0,441	3,24
N_Reuniões_Comitê_Auditoria	-0,001	-0,02	-0,057	-0,775	-0,074	-0,911	1,328
Informação_Tradução_Línguas	-0,203	-2,722	-0,038	-0,498	-0,115	-1,38	1,411
Informação_Composição_CA	0,169	2,173	0,115	1,441	0,038	0,438	1,538
Informação_RAB3_Inclui_GC	0,108	1,273	0,330	3,781	0,089	0,934	1,839
Informação_GC	0,028	0,283	-0,089	-0,868	-0,146	-1,308	2,543
Variáveis independentes							
Heterogeneidade_da_Diretoria	-0,035	-0,399	0,102	1,142	0,152	1,559	1,931
Dualidade_Diretoria	-0,018	-0,23	-0,163	-2,081	-0,072	-0,848	1,482
Heterogeneidade_CA	0,096	1,221	0,004	0,048	-0,131	-1,494	1,569
Membros_Independentes_CA	0,092	1,216	-0,177	-2,277	-0,198	-2,337	1,462
Tamanho_do_CA	0,181	1,931	0,03	0,312	0,412	3,927	2,238
Empresa_Auditada_Bigfour	-0,093	-1,131	0,326	3,849	0,139	1,511	1,724
Reuniões_Anuais_CA	-0,014	-0,202	-0,186	-2,543	-0,091	-1,147	1,291
R²	0,384		0,349		0,229		
R Ajustado	0,305		0,266		0,131		
Pvalor	<0,05		<0,05		<0,05		
Durbin-Watson	2,176		2,145		1,937		

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Primordialmente, ao contrário do que se esperava encontrar, não houve resultado significativo em relação à *heterogeneidade*, tanto na *diretoria* quanto em *conselhos de administração*. Sendo assim, não é possível afirmar que a diversidade de gênero nestes dois grupos estratégicos da GC interferiu de alguma forma (positiva ou negativa) nos resultados da população desta pesquisa dentro do corte temporal escolhido. Contrariando os resultados de Kaur e Vij (2017), Dal Magro, Dani, Vergini e Silva (2018), Saini e Singhania (2018) e Costa, Sampaio e Flores (2019) que afirmam que a heterogeneidade tem uma relação direta positiva com o desempenho. Tal resultado vai de encontro aos estudos de Silva e Margem (2015) e Jesus, Souza, Pelucio-Grecco e Silva (2020) quando também não encontram resultados significativos quanto a esta variável no Brasil.

A variável *dualidade da diretoria* mostrou-se negativamente associada ao desempenho financeiro da empresa, o qual apresenta um β de -0,163. Tal resultado pode ser corroborado com o estudo de Mishra e Kapil (2018) quando aponta em seus resultados que a dualidade está negativamente associada a indicadores financeiros. Está em

contrapartida com a pesquisa de Kyere e Ausloos (2019) onde não encontrou nenhuma influência da dualidade perante a variável ROA, demonstrando resultados neutros. O estudo Boonlert-U-Thai e Pakdee (2018) e Saini e Singhanian (2018) também contraria o achado desta pesquisa quando evidenciou uma associação positiva entre dualidade e desempenho da companhia. O achado desta pesquisa corrobora o argumento da Teoria da Agência, em se tratando do resultado positivo da separação entre o CEO e *chairperson* (presidente do conselho de administração).

Em se tratando da variável *membro independente do conselho de administração*, os resultados apresentaram uma relação negativa tanto no ROA (β -0,177) quanto no ROE (β -0,198), logo, a presença de membros independentes nos conselhos de administração das empresas do consumo cíclico e não cíclico do novo mercado da B3 exercem uma relação negativa ao desempenho financeiro. Esse resultado pode ser confirmado através do estudo de Yasser, Al Mamun e Seamer (2017) quando afirma em seus resultados que esse tipo de membro não influencia a *performance* financeira, e isso pode muitas vezes estar relacionado à falta de legislação específica para a nomeação de tais pessoas. Assim, podem ocorrer nomeações onde o membro não tem o conhecimento necessário para o desempenho da função, nem conhecimento da empresa para o pleno desenvolvimento de estratégias focadas no resultado. Logo, sem o conhecimento mínimo para a execução do cargo, um membro independente não irá conseguir gerar o impacto que poderia proporcionar.

Vai de encontro também com o estudo de Suklev, Debarliev e Drakulevski (2020) quando afirmam que, quando a quantidade de conselheiros independentes é pequena, é mais dificultoso de conseguirem desempenhar o seu principal objetivo, que é colocar em pauta estratégias com uma visão de fora da companhia, e isso pode até mesmo afetar a qualidade das decisões. No entanto, o resultado dessa pesquisa está em desarmonia com os resultados de Handayani et. al. (2020), no qual denota que membros independentes afetam o valor da companhia, e isso é decorrente do fato de que quanto maior a proporção de tais membros, mais sucesso o conselho obterá em sua *performance* de monitoramento de atividades, onde há o ambiente propício para a criação de estratégias melhores e mais direcionadas com os objetivos da empresa.

De acordo com Kyere e Ausloos (2019) e Barros et. al. (2020) a independência em um conselho é uma característica fundamental, em razão de que podem atuar com mais liberdade em suas funções, sejam elas em conselhos ou comitês. Essa ideia pode ser reforçada com o estudo de Napitupulu et. al. (2020) quando elucida que esse tipo de conselheiro, devido a sua posição estratégica, ele pode desenvolver um papel fundamental no desempenho da GC como um todo.

Em se tratando da variável *tamanho do conselho*, ela apresentou uma relação positiva com um β de 0,412, logo, para este estudo o número de pessoas que compõem o conselho de administração tem relação com o desempenho financeiro da empresa. Esse resultado está em sinergia com os estudos de Malik (2017), Kyere e Ausloos (2019) e Coleman e Wu (2020) quando comentam que o tamanho do conselho influencia na criação de valor das companhias. Bem como o resultado da pesquisa de Usman e Yakubu (2018), quando afirma que a composição do conselho pode estar positivamente associada de forma significativa com o desempenho da empresa, quando medidos através do ROA e ROE. No entanto, confronta os resultados de Sonza e Kloeckner (2014) e Yasser, Mamun e Seamer (2017) onde encontraram evidências que tal variável influencia negativamente o desempenho.

Para a variável ROA e *empresa auditada por uma Big Four*, o estudo apresenta uma relação positiva com um β de 0,326. Ressalta-se que, perante a amostra da pesquisa, 70% das empresas são auditadas por uma *Big Four*. Este resultado demonstra que quanto

maior o nível de controles internos financeiros e contábeis, melhores as chances de entregar informações corretas e seguras aos interessados.

A pesquisa apresentou dados diferentes dos encontrados na literatura, o estudo de Al-Gamrh et al. (2020) e Farooque, Buachoom e Sun (2019) utilizaram esta variável em seus respectivos estudos e não encontraram resultados significativos. Contudo, ressaltam a importância de desenvolver mecanismos de segurança das informações com base nos preceitos da auditoria, na intenção de repassar informações claras e convergentes com a legislação aos seus interessados. Em se tratando das *reuniões anuais do conselho de administração*, esta pesquisa apresentou uma relação negativa com um β de -0,186. Esse resultado condiz com o resultado de Yousaf et al. (2019) quando comenta que a frequência das reuniões possui uma moderada relação negativa quanto aos aspectos da estrutura do conselho. Não obstante, vai de encontro ao estudo de Mishra e Mohanty (2014) e Saini e Singhania (2018) quando comentam que o número de reuniões anuais pode ser um positivo sinal para o mercado na criação de valor.

Confronta também o estudo de Mishra e Kapil (2018) que evidencia que a relação entre reuniões do conselho e desempenho financeiro é insignificante baseado no ROA. Contraria também o estudo de Suteja, Gunardi e Auristi (2017), Kaur e Vij (2017) e de Farooque, Buachoom e Sun (2019) quando comentam que as reuniões do conselho estão positivamente associadas à *performance* financeira e que a frequência dessas reuniões pode gerar benefícios para a GC, tais como maior promoção da responsabilidade social e inovação para a sustentabilidade.

Os resultados demonstram que em se tratando de GC das empresas do consumo cíclico e não cíclico do novo mercado da B3, o tamanho do conselho de administração e a empresa ser auditada por uma das quatro grandes empresas de auditoria tem relação positiva com o desempenho financeiro das empresas. Em contrapartida, a diversidade de gênero em grupos da GC não apresenta resultados conclusivos, sendo assim, não é possível inferir nenhuma informação a respeito da inclusão de mulheres em grupos estratégicos. Além disso, membros independentes do conselho de administração, a dualidade da diretoria e quantidade de reuniões anuais apresentaram uma relação negativa com o desempenho financeiro.

Com tais resultados, é possível analisar que a governança corporativa exerce influência significativa dentro das empresas. Uma gestão eficiente e eficaz de governança traz consigo melhores estratégias de mercado, maior propensão à adaptabilidade em tempos incertos e mais transparência para uma empresa, e esse conjunto de elementos tende a promover o desenvolvimento sustentável, principalmente no quesito financeiro. Assim, uma estrutura de governança bem organizada pode criar valor dentro da empresa, e conseqüentemente, seu desempenho financeiro.

5 Considerações finais

Este estudo procurou analisar a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas integrantes dos segmentos cíclico e não cíclico no novo mercado da B3-Brasil, Bolsa, Balcão. Inicialmente, buscou-se na literatura as variáveis mais debatidas perante a governança corporativa, para então elaborar o índice que conduziu a pesquisa. O estudo contemplou 178 observações das quais foram aplicadas as métricas estatísticas de correlação de *Pearson* e regressão linear.

Os resultados mostram que o tamanho do conselho de administração e a empresa a ser auditada por uma *Big four* tem relação positiva com o desempenho financeiro das empresas. No entanto, a diversidade de gênero em grupos da GC não apresenta resultados conclusivos, e diante disso não é possível inferir nada a respeito da inclusão de mulheres

em grupos estratégicos. Além disso, membros independentes do conselho de administração, a dualidade da diretoria e quantidade de reuniões anuais apresentam uma relação negativa com o desempenho financeiro.

É possível notar que a governança corporativa no Brasil evoluiu consideravelmente nas últimas décadas, mas ainda existem aspectos que podem ser aprimorados. Ainda há lições a serem aprendidas e desenvolver melhores mecanismos, sob a intenção de se apresentar como uma empresa cada vez mais segura, forte e transparente para os investidores. Tal segurança se dará perante a associação do conjunto de todos os grupos pertinentes à governança, ou seja, desde comitês e conselhos até a diretoria. Somente uma estrutura de governança forte proporciona maior robustez no quesito confiabilidade, segurança e transparência de dados, e isso acaba por atrair mais investidores, em razão da proteção oferecida pela empresa.

A contribuição da pesquisa está voltada para maior compreensão da estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras que estão inseridas no nível mais elevado de governança do mercado acionário brasileiro, sob a análise aprimorada de como está fundamentado este arranjo corporativo e seus impactos sob o desempenho financeiro. Contribui também para a prática, de modo que apresenta um método de quantificação da governança corporativa aplicável às empresas brasileiras após as alterações dos órgãos de regulamentação. A quantidade de empresas estudadas, os segmentos escolhidos, o nível de governança, o período estudado e as métricas estatísticas escolhidas contemplam as limitações da pesquisa. Para estudos futuros sugere-se ampliar a amostra da pesquisa em mais segmentos ou outros níveis da B3; ampliar os testes estatísticos; aumentar o corte temporal da pesquisa; e aplicar o índice em empresas de capital fechado.

Referências

- Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H.S. (2019). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and Finance*. Doi: 10.1016/j.ribaf.2019.101083.
- Al-Gamrh, B., Ismail, K. N. I. K., Ahsan, T., & Alquhaif, A. (2020). Investment opportunities, corporate governance quality, and firm performance in the UAE. *Journal Of Accounting In Emerging Economies*, 10(2), 261-276. Doi: 10.1108/jaee-12-2018-0134.
- Bach, T. M., Kudlawicz, C., & Silva, E. D. da. (2015) Influence of structure of corporate governance in financial performance: evidence of brazilian companies open capital. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*. 14(4), 41-62. Doi: 10.5585/ijsm.v14i4.2212.
- Barros, F. E. E. De, Santos, R. C. dos, Orso; L. E., & Sousa; A. M. R. (2021). The Evolution of Corporate Governance and Agency Control: The Effectiveness of Mechanisms in Creating Value for Companies with IPO on the Brazilian Stock Exchange. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Doi:10.1108/CG-11-2019-0355.
- Boonlert-U-Thai, K. & Pakdee, A. (2018). Board characteristics, accounting conservatism, and firm performance of thai listed companies. *Journal of Accounting Professions*, 14(43), 27-47.

- Chong A. & López-de-Silanes F. (2007). Investor Protection and Corporate Governance: Firm-Level Evidence across Latin America. The Inter-American Development Bank. Stanford University Press.
- Coleman, M., & Wu, M. (2020) Corporate governance mechanisms and corporate performance of firms in Nigeria and Ghana. *International Journal Of Productivity And Performance Management*. Emerald. Doi: 10.1108/ijppm-01-2020-0020.
- Costa, L., Sampaio, J. O., & Flores, E. S. (2019). Diversidade de Gênero nos Conselhos Administrativos e sua Relação com Desempenho e Risco Financeiro nas Empresas Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(6), 721–738. Doi.1590/1982-7849rac2019180327.
- Crisóstomo, V. L., & Girão, A. M. C. (2019). Análise do compliance das empresas brasileiras às boas práticas de governança corporativa. *Revista Ambiente Contábil*, 11(2), 40 –64.
- Dal Magro, C. B., Dani, A. C., Vergini, D., & Silva, M. Z. (2018). Glass ceiling em cargos de board e seu impacto no desempenho organizacional. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(34), 158-180.
- Degenhart, L., Soares, L. da S., Casarin, G. S., Marquezan, L. H. F., & Soares, C. S. (2021). Mecanismos de Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro e de Mercado de Empresas Brasileiras listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. *Organizações em contexto*, 17 (33), 137-177.
- Egerová, D., & Nosková, M. (2019). Top Management Team Composition and Financial Performance: examining the role of gender diversity. *E+M Ekonomie A Management*. Technical University of Liberac, 22(2), 129-143. Doi. 10.15240/tul/001/2019-2-009.
- Farooque, O. A., Buachoom, W, & Sun, L. (2020). Board, audit committee, ownership and financial performance – emerging trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54-81. Emerald. Doi: 10.1108/par-10-2018-0079.
- García-Sánchez, I. M., Suárez-Fernández, O., & Martínez-Ferrero, J. (2018). *Female directors and impression management in sustainability reporting*. *International Business Review*. Doi:10.1016/j.ibusrev.2018.10.007.
- Gill, A.; Mathur, N. (2011). Board size, CEO duality, and the value of canadian manufacturing firms. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(3), 1-13.
- Handayani, B. D., Rohman, A., Chariri A. & Imang Dapit Pamungkas, I. D. (2020). Corporate Financial Performance on Corporate Governance Mechanism and Corporate Value: Evidence from Indonesia. *Montenegrin Journal of Economics*, 16 (3), 161-171
- Herdjiono, I., & Sari, I. M. (2017). The effect of corporate governance on the performance of a company. Some empirical findings from Indonesia. *Journal of*

Management and Business Administration. Central Europe, 25(1), 33–52. Doi: 10.7206/jmba.ce.2450-7814.188.

Hermuningsih, S., Kusuma, H., & Cahyarifida, R. A (2020). Corporate Governance and Firm Performance: an empirical study from Indonesian manufacturing firms. *The Journal Of Asian Finance, Economics And Business*, 7(11), 827-834. Korea Distribution Science Association. Doi: 10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.827.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2016). *Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas/Grupo de Trabalho Interagentes*. São Paulo, SP: IBGC. 64p.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jesus, C. M. de, Souza, A. P. de, Pelucio-Grecco, M. C. P., & Silva, F. L. da (2020). Mulheres na administração das empresas listadas na B3 sob a ótica das teorias cultural e dos escalões superiores. *Revista Fipecafi de Contabilidade, Controladoria e Finanças (RFCC)*, 1(2), 143-158.

Kaur, M., & Vij, M. (2017). Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Banking Industry in India. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 8, 39–53. Doi: 10.17576/AJAG-2017-08-04.

Kyere, M.; Ausloos, M. (2021) Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *Int J Fin Econ*, 26, 1871–1885. Doi: 10.1002/ijfe.1883.

Lima, S. H. de O., Oliveira, F. D., Cabral, A. C. de A., Santos, S. M. dos, & Pessoa, M. N. M. (2015). Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da Bm&Fbovespa. *Rege*. 22(2), 187-204.

Lima, L. C., Oliveira, M. C., Ponte V. M. R., & Silva. M. D. P. (2015). Práticas de governança corporativa adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 03-26.

Lin, C., Ma, Y., & Su, D. (2009). Corporate governance and firm efficiency: evidence from China's publicly listed firms. *Managerial and Decision Economics*. 30(3), 193–209. Doi:10.1002/mde.1447.

Magnanelli, B. S. & Pirolo, L. (2021). *Corporate Governance and Diversity in Boardrooms*. Doi: 10.1007/978-3-030-56120-8_1.

Malik, S. (2017). How does Board Attributes and Shareholding Pattern effect Firm's Financial Performance: Empirical Evidence from Consumer Goods Sector in India. *Pacific Business Review International*, 10(2).

Melawati, N. S., & Wahyuningsih, E. M. (2016). The Effect of Good Corporate Governance, Corporate Social Responsibility, and Company Size on Company Performance (Indonesian).

- Mishra, S., & Mohanty, P. (2014). Corporate governance as a value driver for firm performance: evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 14(2), 265-280. Doi: 10.1108/CG-12-2012-0089
- Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Effect of board characteristics on firm value: evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*. Doi: 10.1108/SAJBS-08-2016-0073.
- Mishra, A. K., Jain, S., & Manogna R. L. (2020). Does corporate governance characteristics influence firm performance in India? Empirical evidence using dynamic panel data analysis. *International Journal of Disclosure and Governance* Doi: 10.1057/s41310-020-00098-7.
- Moreira, F. K., Freire, P. de S., & Silva, S. M. da. (2018). Governança corporativa como propulsora da inovação: uma análise a partir da revisão sistemática da literatura. *VIII Congresso Internacional de Conocimiento e Innovación*. Guadalajara.
- Napitupulu, I. H., Situngkir, A., Basuki, F. H., & Nugroho, W. (2020). Optimizing good Corporate Governance Mechanism to Improve Performance: case in Indonesian manufacturing companies. *Global Business Review*, 1-22. Doi: 10.1177/0972150920919875.
- O'Connell, V., & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), 387-399.
- Pintea, M. O., Pop, A. M., Gavriletea, M. D., & Sechel, I. C. (2020). Corporate governance and financial performance: evidence from Romania. *Journal Of Economic Studies*. Emerald. Doi: 10.1108/jes-07-2020-0319.
- Prodanov, C. C., & Freitas, E. C. (2013). *Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico*. 2. Novo Hamburgo: Feevale.
- Phuong, N. T. T., & Hung, D. N. (2020). Impact of Corporate Governance on Corporate Value: Research in Vietnam. *Research in World Economy*, 11(1), 161. doi:10.5430/rwe.v11n1p161
- Saini, N., & Singhania, M. (2018). Corporate Governance, Globalization and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India. *International Journal of Productivity and Performance Management*. Doi: 10.1108/IJPPM-04-2017-0091.
- Santos, I. S., Costa, M. E. S., Tavares, J. de C., & Soares, J. L. (2020). Governança Corporativa e Gestão da Inovação: um estudo nas Organizações Contábeis Brasileiras. *10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças. 10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade. 3º UFSC International Accounting Congress*. Online.

- Scherer, A. G., & Voegtlin, C. (2018). Corporate Governance for Responsible Innovation: Approaches to Corporate Governance and Their Implications for Sustainable Development. *Academy of Management Perspectives*.
Doi:10.5465/amp.2017.0175.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Financial*, 52(2), 737-783.
- Silva, A. L. C. da, & Margem, H. (2015). Mulheres em cargos de alta administração afetam o valor e desempenho das empresas brasileiras?. *Brazilian Review of Finance*, 13(1), 103-133.
- Sonza, I. B. &, Kloeckner, G. de O. (2014). A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras? *Revista Contabilidade e Finanças*, 25(65),145-160.
- Silveira, A. M. (2015). *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática*. Elsevier Brasil. São Paulo. 2.
- Suklev, B., Debarliev, S., & Drakulevski, L. (2020). Structuring Corporate Boards: Some Facts and Determinants from the Macedonian. *European Management Journal*, 28, 57–82. Doi: 10.7206/cemj.2658-0845.22
- Suteja, J., Gunardi, A., & Auristi, R. J. (2017). Does Corporate Social Responsibility Shape the Relationship between Corporate Governance and Financial Performance? *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, 1(2), 59–68.
- Tornyeva, K., & Wereko, T. (2012). Corporate governance and firm performance: evidence from the insurance sector of Ghana. *European Journal of Business and Management*, 4(13), 95-112.
- Usman, O. &, Yakubu, U. A. (2018) An investigation of the post-privatization firms financial performance in Nigeria: the role of corporate governance practices. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Doi: 10.1108/CG-05-2018-0190
- Yousaf, M. U., Khurshid, M. K., Ahmed, A., Zulfiqar, M. (2019). Empirical investigation of relationship between research and development intensity and firm performance: the role of ownership structure and board structure. *International Journal Of Financial Engineering*, (6)2. Doi: 10.1142/s2424786319500166.
- Yasser, Q. R., Mamun A. A., & Seamer, M. (2017). Do Corporate Boards Affect Firm Performance? New Evidence from an Emerging Economy. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 66(6). Doi: 10.1108/IJPPM-06-2015-0085.
- Zambon, E. P., Diehl, C. A., Marquezan, L. H. F., & Zorzo, L. S. (2018). Governança Corporativa e Eficiência Econômica: Novas Evidências nas empresas distribuidoras do Setor Elétrico Brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(2), 290-307.