



Governança Corporativa é Sinônimo de Rentabilidade? Uma Análise de Desempenho dos Índices da B3

Is Corporate Governance Synonymous with Profitability? A Performance Analysis of B3 Indexes

Danilo Cesar da Silva Silva 

Universidade Salvador (UNIFACS), Salvador, BA, Brasil.
E-mail: danilocesarsilva@gmail.com

Francis Moura Santos Santos 

Universidade Salvador (UNIFACS), Salvador, BA, Brasil.
E-mail: francisestrela@gmail.com

Hélder Uzêda Castro Castro 

Universidade Salvador (UNIFACS), Salvador, BA, Brasil.
E-mail: helderuzeda@gmail.com

Manoel Joaquim Fernandes de Barros Barros 

Universidade Salvador (UNIFACS), Salvador, BA, Brasil.
E-mail: manojfb@gmail.com

RESUMO | Objetivo: Analisar e comparar o desempenho financeiro dos índices de governança corporativa da B3 (IGC, ITAG, IGCT e IGC-NM) em relação ao Ibovespa, verificando se os índices de governança apresentam desempenho superior ao principal índice do mercado acionário brasileiro. **Método:** Estudo empírico, de abordagem quantitativa, com metodologia descritiva comparativa baseada em séries temporais. Foram utilizados dados da plataforma Quantum Axis até 31 de maio de 2024, considerando retorno, volatilidade, índices Sharpe e Treynor, e máximo drawdown, em janelas de 60, 48, 36, 24 e 12 meses. **Resultados:** ITAG, IGC e IGCT superaram o Ibovespa em várias janelas temporais, enquanto o IGC-NM apresentou desempenho inferior tanto em retorno nominal quanto no ajustado ao risco. A volatilidade foi semelhante, mas os drawdowns mais acentuados ocorreram nos índices de governança. **Originalidade/ Relevância:** O estudo atualiza a literatura ao considerar múltiplas janelas temporais até 2024, inclusive o período da pandemia, ampliando a análise sobre a resiliência dos índices. **Contribuições teóricas/metodológicas:** Estrutura um modelo conceitual que conecta teorias da governança (Agência, Stakeholders, Dependência de Recursos e Saliência) às métricas financeiras, fornecendo base para novas análises. **Contribuições sociais/para a gestão:** Oferece subsídios para investidores, reguladores e formuladores de políticas, reforçando a importância da governança corporativa para mercados mais transparentes e responsáveis.

Palavras-chave | Desempenho Financeiro; ESG; Governança Corporativa; Índices da B3; Resiliência.

Received: 1 October, 2025

Revised: 26 August, 2025

Accepted: 26 January 2026

e-ISSN: 3085-8526

Corresponding Author: Danilo Cesar da Silva Silva – E-mail: danilocesarsilva@gmail.com

How to cite this article: Silva, D. C. da S., Santos, F. M. S., Castro, H. U. C., & Barros, M. J. F. de B. (2026). Is Corporate Governance Synonymous with Profitability? A Performance Analysis of B3 Indexes. *Journal of Sustainable Institutional Management*, 13(JSIM), e0158. <https://doi.org/10.37497/jsim.v13.id158.2026>



ABSTRACT | Objective: To analyze and compare the financial performance of B3's corporate governance indexes (IGC, ITAG, IGCT, and IGC-NM) in relation to the Ibovespa, to verify whether corporate governance indexes outperform the main Brazilian stock market index. **Method:** An empirical study with a quantitative approach, employing a descriptive comparative method based on time series. Data from the Quantum Axis platform were used up to May 31, 2024, considering return, volatility, Sharpe and Treynor ratios, and maximum drawdown over 60-, 48-, 36-, 24-, and 12-month windows. **Results:** ITAG, IGC, and IGCT outperformed Ibovespa in several time windows, while IGC-NM showed inferior performance in terms of both nominal and risk-adjusted returns. Volatility levels were similar across the indexes, but more pronounced drawdowns occurred in the governance indexes. **Originality/Relevance:** The study updates the literature by considering multiple time windows up to 2024, including the pandemic period, thereby expanding the analysis of index resilience. **Theoretical/Methodological Contributions:** It structures a conceptual model that connects governance theories (Agency Theory, Stakeholder Theory, Resource Dependence Theory, and Stakeholder Salience Theory) to financial metrics, providing a basis for further analyses. **Social/Managerial Contributions:** It provides insights for investors, regulators, and policymakers, reinforcing the importance of corporate governance for more transparent and responsible market.

Keywords | Financial Performance; ESG; Corporate Governance; B3 Indexes; Resilience.

1 INTRODUÇÃO

Devido à sua relevância para promover práticas empresariais mais transparentes, responsáveis e eficientes, a governança corporativa (GC) tem se tornado cada vez mais proeminente no cenário global. Essa refere-se ao conjunto de regras, práticas e processos pelos quais uma empresa é dirigida e controlada, envolvendo relações entre a administração, o conselho de administração, acionistas e outras partes interessadas. A literatura das áreas de Negócios (Cadbury, 1992) sugere que este tema se tornou central em estudos de economia, administração e finanças, especialmente após diversos escândalos corporativos que destacaram a necessidade de melhores práticas de controle e transparência.

Nesse contexto, os índices de ações voltados para a GC emergem como importantes instrumentos para mensurar e incentivar a adoção de melhores práticas empresariais. Eles não apenas servem como guias para os investidores que buscam empresas comprometidas com princípios sólidos e globais de governança, mas também estimulam as organizações a aprimorarem seus processos de gestão, contribuindo para a criação de um mercado mais equilibrado e confiável.

No Brasil, a Bolsa de Valores B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) tem sido pioneira na promoção de boas práticas de governança corporativa através do desenvolvimento de índices de ações¹ específicos que visam avaliar o desempenho de empresas que adotam tais condutas. Entre esses índices, neste texto, destacam-se o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), o Índice de Ações com Tag Along² Diferenciado (ITAG), o Índice de Governança Corporativa Trade (IGCT) e o Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC-NM), fornecendo uma referência valiosa para investidores interessados em alinhar seus portfólios com empresas que demonstram um compromisso com a transparência, a equidade e a responsabilidade corporativa.

Diante desse contexto, esta discussão se propõe a avaliar se os índices de governança da B3 apresentam um desempenho superior ao índice tradicional do mercado, o Ibovespa. O objetivo geral deste estudo é

1 Índices de ações são indicadores que medem o desempenho de um grupo específico de ações listadas em uma bolsa de valores, refletindo as variações de preços e o valor de mercado dessas ações, utilizados para avaliar tendências de mercado e a performance de segmentos econômicos.

2 Tag Along é um mecanismo de proteção para acionistas minoritários que garante a eles o direito de vender suas ações nas mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores em caso de venda do controle da empresa.



analisar comparativamente de forma empírica a performance financeira dos índices de governança da B3 em relação ao Ibovespa. Os objetivos específicos incluem: (1) avaliar o retorno dos índices de governança e do Ibovespa em diferentes janelas temporais; (2) comparar a volatilidade dos índices; (3) analisar a relação risco-retorno utilizando os índices Sharpe e Treynor; e (4) examinar os máximos drawdowns para identificar riscos significativos de perda. A hipótese central (H1) sugere que os índices de governança apresentam um desempenho superior ao Ibovespa.

Para tanto, adotou-se uma metodologia descritiva conforme definido por Gil (2008). A pesquisa utilizou estatísticas inferenciais para observar, classificar e descrever os fenômenos estudados. A abordagem metodológica adotada foi quantitativa, categorizando a pesquisa empírica como exploratório-descritiva, acessando registros concretos e verificáveis. A análise dos dados foi realizada através da plataforma financeira Quantum Axis³.

A performance dos índices de governança da B3 foi comparada ao Ibovespa, utilizando medidas de retorno, volatilidade, índice Sharpe, índice Treynor e máximo drawdown. A data base utilizada foi 31 de maio de 2024 e os períodos analisados foram retroativos a essa data, abrangendo 60, 48, 36, 24 e 12 meses. Esta abordagem permite capturar variações de performance ao longo de diferentes horizontes temporais, oferecendo uma visão abrangente do desempenho dos índices.

A governança corporativa (GC) tem se tornado cada vez mais proeminente no cenário global, associada à promoção de práticas empresariais transparentes, responsáveis e eficientes (Cadbury, 1992; OECD, 2004). No Brasil, a Bolsa de Valores B3 tem desempenhado papel crucial nesse movimento por meio da criação de índices voltados à mensuração das práticas de governança corporativa. Apesar da literatura consolidada, há lacunas importantes: (i) a ausência de estudos comparativos recentes que contemplem janelas temporais múltiplas, (ii) a falta de análises empíricas com dados atualizados até 2024, e (iii) a necessidade de examinar a resiliência dos índices frente a choques, como a pandemia de COVID-19. Considerando isto, propõe-se a seguinte pergunta de pesquisa: A adoção de boas práticas de governança corporativa, conforme representada pelos índices da B3, está associada a um desempenho superior em termos de risco-retorno quando comparado ao Ibovespa?

2 ASPECTOS CONCEITUAIS E HISTÓRICOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Hodiernamente, tema central nos estudos de economia (Shleifer & Vishny, 1997), administração (Jensen & Meckling, 2019) e finanças (Fama & Jensen, 1983b), a GC refere-se ao sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas, envolvendo as relações entre administração, conselho de administração, acionistas e outras partes interessadas (Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD], 2004), observando estrutura de poder e tomada de decisão (Castro & Andrade, 2015), baseadas no modelo histórico de organização do poderes de uma república (Monks & Minow, 2011). Na década de 1930, Berle e Means (1932) identificaram a separação entre propriedade e controle nas grandes corporações americanas, levantando preocupações sobre como garantir que os gestores agissem no melhor interesse dos acionistas. Coase (1937) ampliou essa compreensão com sua Teoria da Firma, sugerindo que as empresas existem para minimizar os custos de transação.

3 Plataforma de análise financeira que oferece acesso a uma extensa base de dados de ativos, compilada de fontes oficiais do mercado, posicionando-se como líder no mercado nacional.



A partir dos anos 1980, o debate sobre governança corporativa se intensificou, catalisado por eventos como o caso Texaco de 1984⁴ (Carlsson, 2001). Em 2002, a promulgação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX)⁵ foi importante resposta a fraudes na Enron⁶ e na WorldCom⁷, tencionando aumento da transparência financeira e da responsabilidade corporativa. Os modelos de governança evoluíram em formatos e modelos, neste texto, destacando-se o Anglo-Saxão, focado na proteção dos direitos dos acionistas e na maximização do valor para o acionista (Shleifer & Vishny, 1997); e o Renano (Alemão-Japonês), que enfatiza a proteção dos interesses de uma gama mais ampla de partes interessadas (Aoki, 2001), em detrimento de uma visão de tempo e realização, exclusivamente centrada no lucro imediato e no retorno financeiro de curto prazo.

A evolução da GC está intrinsecamente ligada ao desenvolvimento das principais teorias que explicam as relações de poder e controle dentro das organizações. A Teoria da Agência, proposta por Jensen e Meckling (1976), explora os conflitos de interesse entre gestores e acionistas, propondo mecanismos como incentivos baseados em desempenho e vigilância pelos conselhos de administração. Fama e Jensen (1983a) complementam essa teoria, destacando a importância de uma boa governança para proteger os interesses dos acionistas e assegurar a eficiência das operações corporativas. A Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer & Salancik, 1978) sugere que as organizações dependem de recursos externos, influenciando suas ações e estruturas de governança. Já a Teoria dos Stakeholders (Freeman, 1984) defende que as empresas devem considerar os interesses de todas as partes afetadas por suas atividades, buscando equilibrar e harmonizar esses interesses.

Adicionalmente, a Teoria da Saliência dos Stakeholders, proposta por Mitchell et al. (1997), introduz a ideia de que os gestores devem priorizar os stakeholders com base em três atributos: poder, legitimidade e urgência. Esta teoria oferece uma ferramenta prática para identificar quais stakeholders merecem mais atenção na tomada de decisões corporativas, reforçando a importância de uma abordagem holística na governança corporativa.

Em 1992, Adrian Cadbury publicou “The Cadbury Report”, estabelecendo princípios fundamentais para a boa governança corporativa, destacando transparência, responsabilidade e controle (Shah et al., 2017). Outros organismos, como a OCDE e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), também promoveram diretrizes essenciais, reforçando aspectos como direitos dos acionistas, transparência, prestação de contas (*accountability*), tratamento equitativo dos acionistas, papel dos stakeholders e responsabilidade dos conselhos de administração (Bronstein, 2020; Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2023).

Hatch (1997) discute a importância da cultura organizacional na GC, argumentando que esta pode influenciar significativamente a eficácia das práticas e da mudança proposta. Neste ponto, entender os atributos das partes é essencial. A crise financeira de 2008, conhecida como a Crise do Subprime, destacou a necessidade de uma governança robusta, urgindo novas regulamentações e reformas (Kirkpatrick, 2009).

4 A Texaco recomprou ações com um ágio de US\$ 137 milhões para evitar uma aquisição hostil, resultando em prejuízos significativos para os acionistas devido ao alto custo da recompra que drenou recursos financeiros da empresa.

5 Lei estadunidense que estabeleceu rigorosas normas de contabilidade e governança corporativa para proteger investidores de fraudes financeiras, aplicando-se especificamente a empresas listadas nas bolsas de valores dos Estados Unidos.

6 O escândalo da Enron em 2001 revelou fraudes contábeis massivas e práticas de governança corporativa deficientes, levando à falência da empresa e causando enormes prejuízos aos acionistas e empregados.

7 O escândalo da WorldCom em 2002 envolveu a manipulação de demonstrações financeiras para ocultar despesas e inflar lucros, resultando em uma das maiores falências da história e prejudicando gravemente acionistas e empregados.



Mais recentemente, casos como o escândalo da Volkswagen⁸ em 2015 (Ewing, 2017) e a falência da Wirecard⁹ em 2020 (Jo et al., 2021) sublinham a relevância contínua de revisão dos modelos empresariais vigentes.

A governança corporativa tem sido analisada pelo mercado de capitais há muito tempo, mas recentemente essa preocupação foi ampliada, incorporando fatores sociais e ambientais, resultando no acrônimo ESG (*Environmental, Social and Governance*). Este conceito surgiu no relatório “Who Cares Wins”, que destacou a importância de integrar esses fatores nas decisões de investimento (United Nations Global Compact, 2004). Apesar do crescimento do ESG, críticas apontam que essas iniciativas podem não ser suficientemente transformadoras. Vilanova et al. (2024) e outros autores, como Denning (2020), Bebchuk e Tallarita (2020), e Marques (2020), argumentam que a gestão focada em *stakeholders* pode causar negligência e confusão organizacional, não resolvendo falhas estruturais do capitalismo. Cornell e Damodaran (2020) criticam a inclusão da governança no ESG, argumentando que isso prioriza interesses de outras partes em detrimento dos acionistas e que problemas como mudanças climáticas devem ser abordados por políticas públicas, não por ações corporativas isoladas.

A despeito das críticas relacionadas à integração dos fatores ESG à análise de investimento, a avaliação da governança corporativa das empresas com ações listadas na bolsa já é uma prática consagrada, oferecendo um extenso histórico para análise de sua importância na performance dos investimentos. Diversos estudos internacionais demonstram essa influência. Por exemplo, Bauer et al. (2008) mostraram que, no Japão, empresas com melhores práticas superaram aquelas com condutas fracas ou questionáveis em até 15% ao ano. Similarmente, Cotter et al. (2011) apontaram que, no Canadá, práticas de governança, embora não gerem ganhos imediatos, impactam positivamente o retorno de longo prazo e o valor das empresas. Além disso, Hindasah e Akmalia (2023) mostraram que, durante a pandemia de COVID-19, mecanismos de governança robustos ajudaram a proteger o desempenho das empresas em meio à crise.

No Brasil, a adoção de melhores práticas de GC também tem sido determinante para a valorização das empresas. Cunha e Samanez (2013), ao analisar o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3, indicaram que, embora essas empresas apresentem algumas vantagens, o desempenho financeiro não foi consistentemente superior ao de empresas fora do índice. Além disso, Ribeiro e Souza (2023) revelaram que companhias que adotam melhores práticas têm desempenho superior, refletindo maior confiança do mercado. Esses achados indicam que o impacto das práticas de governança pode variar conforme o contexto, o espaço e o tempo.

Este estudo apoia-se em teorias clássicas e contemporâneas: Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), Teoria dos Stakeholders (Freeman, 1984), Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer & Salancik, 1978) e Teoria da Saliência (Mitchell et al., 1997). Essas abordagens forneceram arcabouço conceitual para analisar como práticas de governança podem impactar o desempenho financeiro, conforme sintetizado no Quadro 1.

8 O escândalo da Volkswagen em 2015 revelou que a empresa manipulou testes de emissões de veículos a diesel, resultando em muitas bilionárias, queda no valor das ações e danos significativos à reputação da companhia.

9 A falência da Wirecard em 2020 ocorreu após a revelação de um déficit de €1,9 bilhões em suas contas, devido a fraudes contábeis, resultando em graves prejuízos para investidores e acionistas.

Quadro 1. Modelo conceitual da pesquisa

Teoria	Expectativa de Governança	Métricas Financeiras
Agência	Redução de conflitos gestor-acionista	Retorno, Sharpe, Treynor
Stakeholders	Engajamento de múltiplos públicos, confiança	Volatilidade
Dependência de Recursos	Captação eficiente de recursos externos	Retorno ajustado
Saliência	Priorização de stakeholders relevantes	Drawdown

Fonte: elaborado pelos autores (2024).

Esse modelo integra os fundamentos teóricos com os indicadores utilizados, justificando a escolha das métricas de performance.

3 EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A governança corporativa no Brasil evoluiu significativamente nas últimas décadas, refletindo mudanças econômicas, regulatórias e culturais. A separação entre propriedade e gestão das empresas evidenciou conflitos de interesse, exigindo mecanismos de controle e alinhamento de objetivos. A criação das Leis 6.385/76 e 6.404/76 estabeleceu as bases para a regulação do mercado de valores mobiliários e das sociedades por ações, respectivamente, introduzindo princípios de transparência e proteção aos acionistas minoritários (Carvalho, 2002).

Nos anos 1990, diversas iniciativas foram implementadas para aprimorar as práticas de GC no Brasil, incluindo a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo, que estabeleceu um segmento de listagem destinado a empresas que adotam melhores práticas, além das exigidas pela legislação (Arruda et al., 2008). Essa conduta abrange a divulgação detalhada de informações e a adoção de conselhos de administração independentes, buscando melhorar a transparência (todas as partes) e a equidade no tratamento dos acionistas. Apesar dos avanços, a implementação das práticas de governança corporativa no Brasil ainda enfrenta desafios significativos, como o controle familiar predominante e a concentração de capital, que dificultam a adoção de medidas favoráveis à transparência e proteção dos acionistas minoritários (Azevedo, 2000).

Bronstein (2020) analisa criticamente a governança corporativa no Brasil, sublinhando a importância de práticas que assegurem a transparência e a equidade no tratamento dos acionistas. Ela aponta que, apesar dos avanços, como a instrução normativa CVM 308/1999 que prevê rotação obrigatória de auditorias, ainda há um longo caminho para que a governança corporativa brasileira atinja padrões internacionais de excelência. Com efeito, a recente fraude nas Lojas Americanas¹⁰, por meio de práticas contábeis enganosas, exemplifica as fragilidades ainda presentes no sistema de GC do país. Este escândalo evidenciou a necessidade urgente de reforçar os mecanismos de fiscalização e controle, bem como a adoção de uma cultura de *accountability* que possa prevenir abusos e proteger os interesses dos acionistas minoritários.

Nesse cenário, a controladoria desempenha um papel crucial ao preencher essas lacunas de governança, consolidando-se como uma função estratégica para integrar as informações financeiras e gerenciais no processo decisório (Weber, 2011). Originalmente focada em controle de custos, ela evoluiu para apoiar diretamente o planejamento e a fiscalização, promovendo a coerência e transparência na divulgação de

10 Fraude contábil, descoberta em 2023, que envolveu a ocultação de dívidas de aproximadamente R\$ 20 bilhões, resultando em uma crise financeira significativa para a empresa e em grandes perdas para acionistas e credores.



informações para diversos stakeholders. A controladoria, ao atuar de forma integrada com a governança, fortalece os mecanismos de controle e alinha interesses, contribuindo para a criação de um ambiente corporativo mais responsável e seguro.

Com efeito, a relação entre governança corporativa e controladoria é crucial para o sucesso das empresas, baseado em informações mais seguras e decisões estratégicas mais assertivas (Castro & Andrade, 2015). Nesse sentido, Arruda et al. (2008) destacam a interdependência entre a teoria da agência, governança corporativa e controladoria, evidenciando que esses conceitos, quando utilizados em conjunto, ajudam a adequar os resultados obtidos aos desejados pelos proprietários. A controladoria, definida como a área responsável pelo planejamento, controle e apoio à gestão das organizações, desempenha um papel fundamental ao fornecer informações precisas e relevantes para a tomada de decisões, contribuindo para a minimização dos problemas de agência e a maximização dos resultados econômicos das empresas.

Do ponto de vista econômico, estudos recentes, como os de Silva e Milani (2021) e Mengarda et al. (2024) destacam a importância da governança corporativa, através das estruturas de controladoria, na melhoria do desempenho financeiro e na mitigação de riscos em empresas brasileiras. Esses estudos argumentam que a adoção de boas práticas de governança pode levar a uma maior confiança dos investidores e a um melhor acesso ao capital, sugerindo que a governança corporativa eficaz não só protege os interesses dos acionistas, mas também contribui para a sustentabilidade e competitividade das empresas no mercado global.

Neste sentido, como uma evolução natural e esperada desse processo de amadurecimento, os índices de governança da B3 surgem como instrumentos essenciais para acompanhar e avaliar o desempenho das empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa no Brasil. Esses índices são projetados para orientar os investidores interessados em empresas que demonstram um compromisso com a transparência, a equidade e a responsabilidade corporativa.

4 CARACTERÍSTICAS E UMA ANÁLISE COMPARATIVA DOS ÍNDICES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA B3

Os índices de ações surgiram como uma ferramenta fundamental para acompanhar o desempenho do mercado financeiro. O primeiro índice de ações do mundo, o Dow Jones Industrial Average (DJIA), foi criado em 1896 nos Estados Unidos por Charles Dow, com o objetivo de refletir as condições do mercado americano através de uma carteira de ações representativa das maiores empresas industriais do país (Malkiel, 2015). Desde então, os índices de ações se proliferaram globalmente, sendo utilizados para medir o desempenho de diferentes segmentos de mercado, orientar estratégias de investimento e servir como *benchmarks*¹¹ para gestores de fundos (Fama, 1970).

Vale recuperar que os primeiros índices de ações focados exclusivamente em GC surgiram no início dos anos 2000, em resposta a crises corporativas que evidenciaram a necessidade de maior transparência nas práticas empresariais. Um exemplo pioneiro é o “S&P 500 Corporate Governance Index”, lançado em 2002 nos Estados Unidos, projetado para medir o desempenho de empresas que seguiam padrões avançados de governança corporativa. Segundo Bhagat et al. (2007), esses índices foram desenvolvidos para destacar empresas que adotavam práticas superiores de governança e serviram como importantes *benchmarks* para investidores interessados em minimizar riscos relacionados à governança inadequada.

11 No mercado financeiro, um benchmark é um índice ou medida padrão usado como referência para avaliar o desempenho de um investimento ou portfólio.

No Brasil, os primeiros índices de ações foram introduzidos na década de 1960, sendo o Índice Bovespa (Ibovespa), criado em 1968, o mais antigo e amplamente utilizado (Brasil, Bolsa, Balcão [B3], n.d.-a). Ele se tornou o principal termômetro do mercado acionário brasileiro, refletindo o desempenho das principais empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. A partir de então, foram desenvolvidos outros índices com finalidades específicas, como os índices de governança corporativa, que passaram a ganhar destaque no início dos anos 2000 com a criação do Novo Mercado, um segmento da B3 voltado para empresas que aderem a elevados padrões de governança (Leal et al., 2007).

Os índices de governança corporativa da B3 foram criados para refletir o desempenho das ações de empresas que adotam práticas avançadas de governança. Esses índices são de retorno total, ou seja, conforme o Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3 (B3, n.d.-c), consideram tanto a variação dos preços dos ativos quanto os proventos distribuídos pelas empresas, como dividendos e juros sobre capital próprio¹². Dessa forma, proporcionam uma visão mais completa do retorno total que um investidor obterá ao manter uma carteira de ações. A B3 oferece quatro índices de governança: IGC, ITAG, IGCT e IGC-NM, cujas características serão detalhadas a seguir.

O Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) foi criado em 2001 para acompanhar o desempenho das ações de empresas que se destacam em práticas de GC, mas que não necessariamente estão listadas no Novo Mercado. O IGC é composto por uma carteira teórica de ativos que atende aos critérios estabelecidos pela metodologia da B3. O objetivo deste índice é servir como indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas listadas no Novo Mercado ou nos Níveis 1 ou 2 da B3. Nesta discussão, a carteira de maio a agosto de 2024 do IGC B3 está composta por 242 ações de 220 empresas (B3, n.d.-b).

O Índice de Ações com Tag Along Diferenciado (ITAG), criado em 2005, é mais específico e foca em empresas que oferecem aos seus acionistas minoritários o direito de vender suas ações pelo mesmo preço recebido pelo controlador em caso de venda da companhia. Este índice é composto por ações e *units* de empresas listadas na B3 que adotam o *tag along* diferenciado, garantindo maior proteção aos acionistas minoritários. O ITAG é um indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de emissão de empresas que oferecem melhores condições aos acionistas minoritários no caso de alienação do controle. Igualmente, a carteira de maio a agosto de 2024 do ITAG B3 está composta por 234 ações de 219 empresas (B3, n.d.-b).

O Índice de Governança Corporativa Trade (IGCT), criado em 2008, é um índice replicante composto por contratos futuros¹³ de ações das empresas do IGC. O IGCT acompanha o desempenho do IGC, mas com a vantagem da liquidez e da possibilidade de alavancagem¹⁴ proporcionadas pelos contratos futuros. Este índice é destinado a investidores experientes que buscam estratégias mais complexas com potencial de maior rentabilidade e risco. Nessa altura, a carteira de maio a agosto de 2024 do IGCT B3 está composta por 171 ações de 164 empresas (B3, n.d.-b).

O Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC-NM B3), criado em 2011, é o índice de referência para o Novo Mercado, segmento da B3 que reúne as empresas com os mais altos padrões

12 De acordo com a legislação brasileira, as empresas de capital aberto são obrigadas a distribuir parte de seus lucros aos acionistas. Essa distribuição pode ocorrer na forma de dividendos, que são pagos a partir do lucro líquido e isentos de imposto de renda para o investidor, e/ou na forma de juros sobre capital próprio (JCP), que, embora não obrigatórios, são dedutíveis do lucro tributável da empresa e sujeitos à tributação na fonte para o investidor.

13 Contrato futuro é um derivativo, que constitui um acordo padronizado negociado em bolsa de valores onde as partes se comprometem a comprar ou vender um ativo específico a um preço predeterminado em uma data futura, utilizado para hedge (proteção), especulação ou alavancagem.

14 Alavancagem é uma estratégia financeira que envolve o uso de capital emprestado para aumentar o potencial de retorno sobre investimentos, mas que também amplifica o risco de perdas.

de governança corporativa. As empresas que fazem parte deste índice atendem a rigorosos critérios de governança, como capital composto apenas por ações ordinárias com direito a voto, *tag along* de 100% para todos os acionistas, e conselho de administração com representatividade mínima de conselheiros independentes. O IGC-NM é um indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de emissão de empresas listadas no Novo Mercado da B3. Aqui, a carteira de maio a agosto de 2024 do IGC-NM B3 está composta por 178 ações de 178 empresas (B3, n.d.-b).

O Quadro 2 apresenta um resumo das principais características de cada um dos índices.

Quadro 2. Índices de Governança da B3

Índice	Foco	Empresas	Liquidez	Alavancagem
IGC	Governança corporativa	Ampla gama de empresas	Alta	Baixa
ITAG	<i>Tag along</i> diferenciado	Empresas com <i>tag along</i> diferenciado	Alta	Baixa
IGCT	Governança corporativa (replicante)	Empresas do IGC via contratos futuros	Muito alta	Alta
IGC-NM	Governança corporativa (Novo Mercado)	Empresas do Novo Mercado	Alta	Baixa

Fonte: elaborado pelos autores (2024).

5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo foi conduzido através de uma pesquisa descritiva comparativa baseada em análise quantitativa de séries temporais, conforme definido por Gil (2008), que visa retratar fatos e fenômenos de uma determinada realidade. Não foram realizados testes de significância estatística, sendo esta uma limitação do estudo. A abordagem metodológica adotada foi quantitativa, categorizando a pesquisa empírica como exploratório-descritiva, acessando registros concretos e verificáveis. Os dados foram analisados via plataforma financeira Quantum Axis.

A performance dos Índices de Governança da B3 (IGC, ITAG, IGCT, IGC-NM) foi comparada ao Ibovespa, o principal índice tradicional da bolsa de valores brasileira, sendo referência para o mercado nacional de renda variável. A análise foi realizada utilizando as seguintes medidas: retorno, volatilidade, índice Sharpe, índice Treynor e máximo *drawdown*, com base na data de 31 de maio de 2024. Os períodos analisados foram retroativos a esta data, abrangendo janelas temporais de 60, 48, 36, 24, e 12 meses.

A escolha de diferentes janelas temporais permite uma análise abrangente, capturando variações de performance ao longo de períodos curtos e longos. A janela de 60 meses proporciona uma visão de longo prazo, útil para identificar tendências e padrões sustentáveis. Janelas mais curtas, como a de 12 meses, fornecem uma perspectiva de curto prazo, permitindo identificar mudanças recentes e compreender flutuações do mercado. Cada janela temporal tem sua importância: as janelas mais longas ajudam a entender a resiliência e a consistência dos índices ao longo do tempo, enquanto as janelas mais curtas oferecem *insights* sobre a resposta dos índices a eventos recentes e a volatilidade do mercado.

As medidas utilizadas na análise incluem retorno, volatilidade, índice Sharpe, índice Treynor e máximo *drawdown*¹⁵. O retorno mede o ganho ou perda percentual de um investimento em um determinado

15 Os indicadores utilizados neste estudo (Sharpe, Treynor, *drawdown*) são métricas clássicas do mercado financeiro, não se tratando de escalas psicométricas validadas, pois não envolvem construtos latentes.

período, sendo uma medida direta de performance em que valores maiores indicam melhor desempenho. A volatilidade, que se refere ao desvio-padrão dos retornos, reflete a intensidade das variações dos preços ao longo do tempo; maior volatilidade indica maior risco associado ao investimento, sendo valores menores preferíveis para investidores avessos ao risco.

O índice Sharpe, um indicador consagrado e amplamente utilizado na análise de investimentos, calcula a relação entre o retorno excedente do ativo analisado (acima da taxa livre de risco¹⁶) e a volatilidade. No Brasil, utiliza-se a Taxa Selic ou o CDI como proxy para a taxa livre de risco. Um índice Sharpe maior indica uma melhor relação risco-retorno, sendo desejável para identificar investimentos eficientes. Um Índice Sharpe negativo indica que o ativo teve um desempenho inferior à taxa livre de risco, o que implica que o investimento pode não ser justificado pelo risco assumido.

O índice Treynor, assim como o índice Sharpe, é um índice consagrado, sendo amplamente utilizado para avaliar ativos de renda variável, como os índices analisados neste estudo. Ele calcula a relação entre o retorno excedente do ativo analisado sobre o seu benchmark e o seu beta, que mede a sensibilidade do ativo em relação ao mercado. Neste caso, considerou-se o Ibovespa como benchmark. Valores maiores no índice Treynor indicam um desempenho ajustado ao risco de mercado mais favorável.

O máximo drawdown representa a maior perda de valor de um ativo, em porcentagem, desde um pico até um vale em uma série histórica. Ou seja, ele mede a maior queda percentual ocorrida entre um ponto de alta (pico) em um momento no passado e um ponto de baixa (vale) subsequente. Valores de máximo drawdown menores são preferíveis, indicando menor risco de perda significativa.

Embora a análise ofereça insights valiosos sobre a performance dos índices de governança da B3 em comparação ao Ibovespa, algumas limitações devem ser reconhecidas. O horizonte temporal utilizado na análise, mesmo nos períodos mais longos de 60 meses, ainda constitui um período relativamente curto, o que pode limitar a detecção de tendências de longo prazo e a análise de ciclos econômicos completos. Além disso, a análise se concentra em medidas financeiras e de risco, sem considerar fatores qualitativos que também podem influenciar a atratividade dos índices de governança da B3.

6 ANÁLISE DOS RESULTADOS

No horizonte de 60 meses (Tabela 1), os índices de governança da B3, com exceção do IGC-NM, apresentaram retornos superiores ao Ibovespa, com uma relação risco-retorno mais favorável, como indicado pelos índices Sharpe e Treynor. A volatilidade foi similar entre todos os índices. O IGC-NM destacou-se negativamente com um Índice Sharpe negativo. Em termos de drawdown, o IGC-NM teve o menor drawdown, enquanto os outros índices de governança apresentaram drawdowns mais acentuados que o Ibovespa, sugerindo maior sensibilidade a períodos de instabilidade.

16 É a rentabilidade mínima que um investidor espera obter ao aplicar seus recursos em um investimento sem risco de perda, comumente representado por títulos do governo.

Tabela 1. Indicadores de Performance nos últimos 60 meses

Medida	Ibovespa	IGC	IGC-NM	IGCT	ITAG
Retorno	30,41%	36,81%	22,66%	35,61%	37,34%
Volatilidade	25,80%	25,84%	25,93%	25,96%	25,97%
Índice Sharpe	0,04	0,07	-0,01	0,07	0,08
Índice Treynor	0,01	0,02	0,00	0,02	0,02
Máximo Drawdown	-46,82%	-47,22%	-45,48%	-47,38%	-47,57%

Fonte: elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis (2024).

No período de 48 meses (Tabela 2), o ITAG e o IGCT superaram o Ibovespa em termos de retorno, enquanto o IGC apresentou um desempenho ligeiramente inferior. Pela ótica da Teoria da Agência, o desempenho superior de índices como o ITAG e o IGC pode ser explicado pela redução dos conflitos de interesse entre gestores e acionistas, traduzida em maior eficiência operacional e consequente valorização de mercado. O IGC-NM teve um retorno significativamente menor.

A volatilidade foi semelhante entre todos os índices. No que diz respeito à relação risco-retorno, o ITAG e o IGCT novamente se destacaram com os melhores índices Sharpe e Treynor, enquanto o IGC-NM registrou índices negativos. O drawdown foi mais severo no IGC-NM, mas os outros índices tiveram drawdowns maiores que o do Ibovespa, com o IGC apresentando o maior drawdown entre eles.

Tabela 2. Indicadores de Performance nos últimos 48 meses

Medida	Ibovespa	IGC	IGC-NM	IGCT	ITAG
Retorno	42,53%	39,86%	15,86%	43,85%	45,00%
Volatilidade	19,58%	19,43%	19,78%	19,60%	19,59%
Índice Sharpe	0,12	0,09	-0,14	0,13	0,14
Índice Treynor	0,02	0,02	-0,03	0,03	0,03
Máximo Drawdown	-26,50%	-29,18%	-35,97%	-27,29%	-28,07%

Fonte: elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis (2024).

Em 36 meses (Tabela 3), todos os índices analisados apresentaram retornos negativos, com o IGC-NM tendo, destacadamente, o pior desempenho. O Ibovespa, embora também negativo, teve um desempenho melhor em termos relativos. A volatilidade foi semelhante entre todos os índices, exceto para o IGC-NM, que se destacou negativamente. Em termos de relação risco-retorno, todos os índices apresentaram índices Sharpe e Treynor negativos, refletindo a pior performance ajustada ao risco durante este período, com o IGC-NM novamente mostrando os piores resultados. Sob a perspectiva da Teoria dos Stakeholders, a adoção de práticas de governança tende a reforçar a confiança dos investidores e demais partes interessadas, gerando percepção de menor risco e incentivando maior engajamento com essas companhias. O drawdown foi mais pronunciado no IGC-NM, enquanto os demais índices tiveram drawdowns um pouco acima do Ibovespa.

Tabela 3. Indicadores de Performance nos últimos 36 meses

Medida	Ibovespa	IGC	IGC-NM	IGCT	ITAG
Retorno	-1,53%	-6,23%	-21,48%	-2,85%	-2,02%
Volatilidade	18,58%	18,81%	19,56%	18,77%	18,81%
Índice Sharpe	-0,50	-0,58	-0,85	-0,52	-0,50
Índice Treynor	-0,09	-0,11	-0,17	-0,10	-0,09
Máximo Drawdown	-26,50%	-29,18%	-35,97%	-27,29%	-28,07%

Fonte: elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis (2024).

Na janela de 24 meses (Tabela 4), o ITAG apresentou o melhor retorno entre os índices analisados, superando o Ibovespa, que também teve um retorno positivo. O IGC e o IGCT tiveram retornos ligeiramente menores que o Ibovespa, enquanto o IGC-NM apresentou um desempenho significativamente inferior. A volatilidade foi similar entre todos os índices, exceto para o IGC-NM, que se destacou negativamente. Contudo, o desempenho inferior do IGC-NM levanta questionamentos sobre a suposição de que elevados padrões de governança, como os exigidos pelo Novo Mercado, são necessariamente acompanhados de retornos financeiros superiores. A Teoria da Dependência de Recursos ajuda a compreender essa discrepância: a menor diversificação e a concentração setorial do índice podem ter limitado sua capacidade de captar recursos de forma eficiente, afetando sua performance. Todos os índices, incluindo o Ibovespa, apresentaram índices Sharpe e Treynor negativos. O IGC-NM registrou o menor drawdown, enquanto os demais índices apresentaram valores próximos aos do Ibovespa.

Tabela 4. Indicadores de Performance nos últimos 24 meses

Medida	Ibovespa	IGC	IGC-NM	IGCT	ITAG
Retorno	9,12%	7,90%	0,35%	8,78%	10,36%
Volatilidade	18,02%	18,26%	19,00%	18,25%	18,29%
Índice Sharpe	-0,34	-0,36	-0,53	-0,34	-0,30
Índice Treynor	-0,06	-0,07	-0,10	-0,06	-0,05
Máximo Drawdown	-18,35%	-17,67%	-17,01%	-19,14%	-18,41%

Fonte: elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis (2024).

Em 12 meses (Tabela 5), o ITAG apresentou o melhor retorno entre os índices analisados, seguido pelo IGCT e pelo IGC, todos superando o Ibovespa. O IGC-NM apresentou um desempenho significativamente inferior. A volatilidade foi maior no IGC-NM e similar entre os outros índices. Em termos de relação risco-retorno, o ITAG e o IGCT destacaram-se com índices Sharpe positivos, indicando uma performance ajustada ao risco mais favorável, enquanto o Ibovespa e o IGC apresentaram índices Sharpe ligeiramente negativos. O drawdown foi mais severo no IGC-NM, com os outros índices apresentando drawdowns menores que o do Ibovespa.

Tabela 5. Indicadores de Performance nos últimos 12 meses

Medida	Ibovespa	IGC	IGC-NM	IGCT	ITAG
Retorno	10,66%	10,90%	4,09%	11,77%	12,18%
Volatilidade	14,09%	14,28%	15,32%	14,26%	14,20%
Índice Sharpe	-0,02	-0,01	-0,41	0,05	0,07
Índice Treynor	0,00	0,00	-0,06	0,01	0,01
Máximo Drawdown	-9,01%	-8,55%	-11,96%	-8,26%	-8,10%

Fonte: elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis (2024).

Ao avaliar o retorno ano a ano dos índices de governança da B3 em comparação ao Ibovespa (Tabela 6), observamos uma performance variada. Em 2019, todos os índices de governança superaram o Ibovespa, com destaque para o IGC-NM, que teve o maior retorno. Em 2020, ano marcado por alta volatilidade devido à pandemia de COVID-19, os índices de governança — com exceção do ITAG — novamente apresentaram retornos superiores ao Ibovespa, com o IGC-NM mostrando uma performance notável. No entanto, em 2021, todos os índices, incluindo o Ibovespa, apresentaram retornos levemente negativos, quase permanecendo estáveis. Em 2022, os retornos foram, mais uma vez, próximos de zero, com o IGC-NM apresentando desempenho levemente inferior aos outros índices de governança e ao Ibovespa. Já em 2023, os índices de governança apresentaram retornos positivos robustos, mas apenas o ITAG superou o Ibovespa, com o IGC-NM apresentando o pior desempenho entre os índices. Mesmo assim, ao também analisarmos a resiliência em períodos críticos, como o referenciado da pandemia da COVID-19, observa-se que alguns índices de governança apresentaram maior proteção contra perdas abruptas em 2020, reforçando o argumento de Hindsah e Akmalia (2023) de que estruturas robustas de governança mitigam efeitos negativos em tempos de crise.

Tabela 6. Rentabilidade nos últimos cinco anos

Índice	Ibovespa	IGC	IGC-NM	IGCT	ITAG
2019	31,58%	38,53%	43,74%	35,04%	35,92%
2020	2,92%	5,19%	9,91%	3,31%	2,80%
2021	-0,12	-0,11	-0,16	-0,11	-0,11
2022	0,05	0,02	-0,02	0,04	0,03
2023	22,28%	21,08%	14,68%	22,24%	23,48%

Fonte: elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis (2024).

No geral, conforme demonstrado na Figura 1, os índices de governança superaram o Ibovespa na maior parte do período analisado, especialmente durante os ciclos de valorização. No entanto, apresentaram desempenho semelhante ao do Ibovespa durante os períodos de queda, com exceção do IGC-NM, que se destacou negativamente. O IGC-NM apresentou uma performance consideravelmente inferior não apenas em relação ao Ibovespa, mas também em comparação com os outros índices de governança durante os momentos de correção do mercado. Entretanto, episódios recentes, como o escândalo contábil das Lojas Americanas, revelam fragilidades persistentes na governança de grandes companhias brasileiras, o que relativiza os ganhos potenciais associados a índices de governança. Esse contraste evidencia a relevância

da Teoria da Saliência, que aponta a necessidade de as empresas priorizarem stakeholders com poder, legitimidade e urgência em contextos de crise, sob pena de comprometer sua legitimidade institucional e seu valor de mercado.

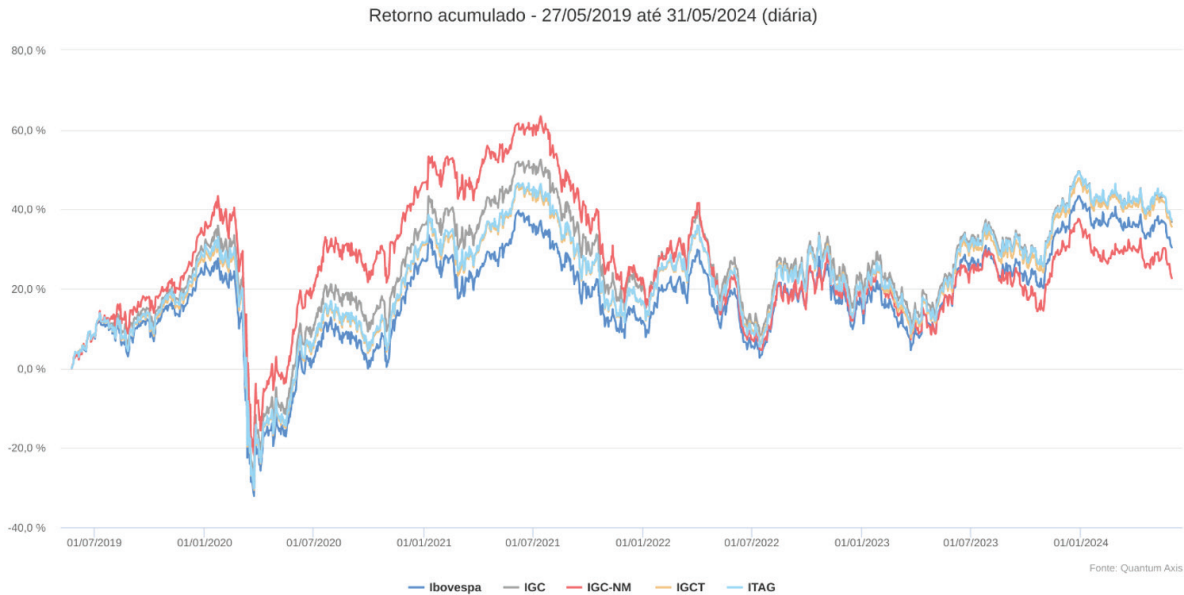


Figura 1. Retorno acumulado nos últimos 60 meses

Fonte: Quantum Axis (2024).

Em síntese, os índices de governança da B3, especialmente o ITAG e o IGC, demonstraram retornos superiores ao Ibovespa nas várias janelas temporais analisadas, com uma relação risco-retorno favorável evidenciada pelos índices Sharpe e Treynor. O IGCT também superou o desempenho do Ibovespa na maioria das janelas, mostrando uma relação risco-retorno semelhante. No entanto, o IGC-NM obteve resultados inferiores tanto em termos de rentabilidade quanto na relação risco-retorno. Em relação ao *drawdown*, os índices de governança foram mais severamente afetados na maioria dos períodos analisados. Portanto, os resultados indicam que, embora a inclusão de índices de governança atenda a critérios de governança corporativa e alinhamento com práticas sustentáveis, a performance financeira variada sugere que os investidores devem equilibrar expectativas de retorno com objetivos de governança ao considerar esses índices em seus portfólios.

Sob essa ótica, os resultados ressaltam que, embora o ITAG e o IGC tenham se destacado por seus retornos mais elevados e uma relação risco-retorno favorável, a performance dos índices de governança não é uniforme. O IGCT, apesar de ter superado o Ibovespa na maioria das janelas analisadas, apresentou um desempenho mais modesto em comparação ao ITAG e ao IGC, além de uma relação risco-retorno semelhante à do Ibovespa. Já o IGC-NM, com Índice Sharpe negativo e retornos inferiores, evidenciou que a adesão a altos padrões de governança corporativa não garante, por si só, uma performance financeira superior. Além disso, a maior sensibilidade dos índices de governança a *drawdowns* em determinados períodos reforça a importância de reavaliar tanto o comportamento desses índices em diferentes condições de mercado quanto os próprios critérios de sua constituição, de modo a assegurar que reflitam adequadamente o equilíbrio entre governança e retorno financeiro. Dessa forma, embora a inclusão de índices de governança corporativa ofereça oportunidades para alinhar investimentos com boas práticas empresariais, os investidores precisam

estar atentos à volatilidade e à variabilidade de desempenho desses índices, considerando o horizonte temporal e a resiliência esperada em momentos de maior instabilidade.

Portanto, os resultados empíricos sugerem que os índices de governança corporativa tendem a oferecer retornos mais atrativos do que o Ibovespa em janelas temporais mais longas, mas também revelam vulnerabilidades importantes em períodos de volatilidade. Essa dualidade indica que a adoção de boas práticas de governança, embora desejável, não garante automaticamente superioridade financeira, reforçando a necessidade de uma análise contextualizada e crítica ao se utilizar tais índices como benchmarks de investimento.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste texto foi realizar uma análise comparativa entre os índices de governança da B3 (IGC, ITAG, IGCT, IGC-NM) e da Ibovespa, revelando resultados variados em termos de desempenho financeiro e de relação risco-retorno. Em múltiplas janelas temporais, especialmente nos períodos mais longos, os índices de governança, como o ITAG e o IGC, apresentaram retornos superiores ao Ibovespa, acompanhados de uma relação risco-retorno favorável, conforme indicado pelos índices Sharpe e Treynor. Esses resultados corroboram os achados de Bauer et al. (2008), que mostraram que empresas com práticas de governança mais robustas tendem a superar aquelas com práticas mais fracas, e de Cotter et al. (2011), que destacaram que o impacto positivo tende a ser mais pronunciado no longo prazo. No entanto, o desempenho do IGC-NM foi consistentemente inferior, destacando-se negativamente tanto em termos de retornos quanto de índices ajustados ao risco. Uma possível explicação para esse desempenho inferior pode estar relacionada ao número mais restrito de empresas que compõem o Novo Mercado, o que limita a diversificação e aumenta a sensibilidade do índice a oscilações setoriais ou específicas de algumas companhias. A principal limitação metodológica deste estudo reside na ausência de testes estatísticos inferenciais, que impedem a confirmação de significância robusta nos resultados. Além disso, a análise restringiu-se a métricas financeiras, sem contemplar dimensões qualitativas de governança, como aspectos ambientais e sociais (ESG).

A volatilidade entre os índices de governança foi similar à do Ibovespa, mas os índices de governança exibiram drawdowns mais pronunciados em alguns períodos, refletindo uma maior sensibilidade às oscilações do mercado. Esse comportamento mais sensível em períodos de volatilidade também foi observado por Hinasah e Akmalia (2023), que demonstraram como práticas de governança são testadas em tempos de crise, como durante a pandemia de COVID-19. Os resultados sugerem que, embora os índices de governança da B3 possam oferecer vantagens em termos de práticas corporativas, sua performance financeira pode ser menos estável em tempos de maior volatilidade. Para investidores, os achados reforçam que os índices de governança podem ser utilizados como ferramentas auxiliares na seleção de carteiras mais alinhadas à transparência e à proteção de minoritários, mas sem prescindir de análise de risco. Para reguladores e formuladores de políticas, os resultados sugerem a necessidade de fortalecer mecanismos de fiscalização e de aprimorar os critérios de listagem dos índices, de forma a garantir que reflitam efetivamente a qualidade da governança. Já para gestores corporativos, a pesquisa indica que a adoção de boas práticas de governança pode contribuir para a atração de capital e para a resiliência em momentos de crise, ainda que os efeitos sobre a rentabilidade variem conforme o contexto.

A hipótese inicial (H1), que sugeria que os índices de governança da B3 apresentariam um desempenho superior ao Ibovespa, foi parcialmente confirmada. Os índices ITAG e IGC demonstraram retornos superiores e uma relação risco-retorno favorável em várias janelas temporais, resultados que corroboram às conclusões



de Ribeiro e Souza (2023). No entanto, a inconsistência no desempenho do IGC-NM ressalta a necessidade de cautela.

Os índices de governança da B3 demonstraram ser alternativas viáveis ao Ibovespa, especialmente para investidores que valorizam práticas robustas de GC e a proteção dos direitos dos acionistas minoritários. No entanto, a escolha de investimento deve considerar tanto os objetivos de retorno financeiro quanto a resiliência e a estabilidade desejadas, em linha com o trabalho de Cunha e Samanez (2013), que destacaram que o desempenho financeiro das empresas com boas práticas de governança pode não ser consistentemente superior ao de empresas fora desses índices, o que reforça a necessidade de uma análise cuidadosa do contexto de mercado.

Para investigações futuras, recomenda-se uma análise mais detalhada das características específicas de cada índice de governança, incluindo a composição das ações, a concentração em determinados setores e empresas, e outros fatores estruturais que possam influenciar o desempenho. Neste caso, seria interessante investigar mais a fundo o IGC-NM, considerando seu desempenho inferior e as possíveis limitações advindas da menor quantidade de empresas listadas no Novo Mercado. Além disso, um trabalho sobre a eficácia das práticas de GC implementadas pelas empresas incluídas nesses índices pode fornecer *insights* valiosos para investidores e reguladores interessados em promover melhores práticas no mercado de capitais brasileiro, promovendo desenvolvimento econômico e empresarial. Por fim, sugere-se o uso de modelos econométricos (como regressões multivariadas, séries temporais ou modelos GARCH) que permitam controlar variáveis macroeconômicas e setoriais. Além disso, estudos futuros poderiam integrar indicadores ESG qualitativos, permitindo compreender de forma mais abrangente a interação entre governança, sustentabilidade e desempenho financeiro. Outra linha de investigação promissora seria o aprofundamento da análise setorial, também sobre o IGC-NM, para avaliar em que medida sua menor diversificação impacta negativamente seus resultados.

Em síntese, este estudo evidencia que a governança corporativa, embora constitua um mecanismo essencial de fortalecimento institucional e de proteção a investidores, não se traduz de forma homogênea em desempenho financeiro superior. Os resultados demonstraram que os índices ITAG e IGC tendem a superar o Ibovespa em termos de retorno ajustado ao risco, reforçando o papel da governança na redução de conflitos de agência e na ampliação da confiança dos stakeholders. Por outro lado, o desempenho consistentemente inferior do IGC-NM revela que a adoção de padrões mais rigorosos de governança não garante, isoladamente, resiliência financeira, indicando que fatores como composição setorial, concentração de empresas e conjuntura econômica podem relativizar seus efeitos. Assim, a contribuição central deste trabalho consiste em atualizar a literatura com dados recentes, incluindo o período da pandemia, e em oferecer evidências que ressaltam a necessidade de avaliar a governança não apenas como um requisito normativo ou de reputação, mas também como um processo dinâmico e condicionado ao contexto institucional e de mercado.

REFERÊNCIAS

- Aoki, M. (2001). *Toward a comparative institutional analysis*. MIT Press.
- Arruda, G. S., Madruga, S. R., & Freitas Junior, N. I. (2008). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 1(1), 71-84.
- Azevedo, S. (2000). Administrar para todos os acionistas é o grande desafio. *Clipping do IBGC*, (1).



- B3. (n.d.-a). Índice Bovespa (Ibovespa). B3. https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa.htm
- B3. (n.d.-b). Índices de governança. B3. https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-governanca/
- B3. (n.d.-c). Manual de definições e procedimentos dos índices. B3. <https://www.b3.com.br/data/files/CA/A5/9F/28/14F35810F534EB48AC094EA8/Manual%20de%20defini%C3%A7%C3%B5es%20e%20procedimentos%20de%20%C3%8Dndices-PT.pdf>
- Bauer, R., Frijns, B., Otten, R., & Tourani-Rad, A. (2008). The impact of corporate governance on corporate performance: Evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(3), 236-251.
- Bebchuk, L. A., & Tallarita, R. (2020). The illusory promise of stakeholder governance. *Cornell L. Rev.*, 106, 91.
- Bhagat, S., Bolton, B., & Romano, R. (2008). The promise and peril of corporate governance indices. *Colum. L. Rev.*, 108, 1803.
- Boyer, M. (2021). Beyond ESG: reforming capitalism and social democracy. *Annals of Corporate Governance*, 6(2-3), 90-226.
- Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Diário Oficial da União*. Presidência da República. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385compilada.htm
- Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre as sociedades por ações. *Diário Oficial da União*. Presidência da República. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm
- Bronstein, M. M. (2020). Levantamento Bibliométrico: Governança Corporativa, Teoria da Agência e Teoria dos Stakeholders no Campo da Administração. *Revista Cadernos de Negócios*, 1(1).
- Cadbury, A. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee and Co.
- Carlsson, R. H. (2001). *Ownership and value creation: Strategic corporate governance in the new economy*. John Wiley.
- Carvalho, A. G. D. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração-RAUSP*, 37(3), 19-32.
- Castro, H. U. (2013). Fatores que contribuem para o desenvolvimento da governança tributária: um estudo de caso sobre a estruturação da administração tributária da Petrobras.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Cornell, B., & Damodaran, A. (2020). Valuing ESG: Doing good or sounding good? *NYU Stern School of Business*.
- Cotter, R., Dason, J., Niu, J., & Klein, P. (2011). Corporate governance and stock performance: Evidence from Canadian firms over the period 2005-2009. *Corporate Ownership and Control*, 8(3 A), 56-62.
- Cunha, F. A. F. de S., & Samanez, C. P. (2013). Performance analysis of sustainable investments in the Brazilian stock market: A study about the Corporate Sustainability Index (ISE). *Journal of Business Ethics*, 117(1), 19-36.
- Comissão de Valores Mobiliários. (1999). Instrução CVM nº 308, de 14 de maio de 1999. Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst308.html>
- Denning, S. (2020). Why stakeholder capitalism will fail? *Forbes*. Available on the Web.
- Ewing, J. (2017). *Faster, Higher, Farther: How One of the World's Largest Automakers Committed a Massive and Stunning Fraud*. WW Norton & Company.



- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983b). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge University Press.
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. Editora Atlas SA.
- Hatch, M. J. (2018). *Organization theory: Modern, symbolic, and postmodern perspectives*. Oxford University Press.
- Hindasah, L., & Akmalia, A. (2023). Can Corporate Governance Protect Firm Performance During the COVID-19 Pandemic? *Calitatea*, 24(192), 174-182.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2023). Código de melhores práticas de governança corporativa (6ª ed.). IBGC. <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24640>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1919). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate Governance* (pp. 77-132). Gower.
- Jo, H., Hsu, A., Llanos-Popolizio, R., & Vergara-Vega, J. (2021). Corporate governance and financial fraud of wirecard. *European Journal of Business and Management Research*, 6(2), 96-106.
- Kirkpatrick, G. (2009). The corporate governance lessons from the financial crisis. *OECD Journal: Financial market trends*, 2009(1), 61-87.
- Leal, R. P., Carvalhal, A., & Iervolino, A. (2015). One decade of evolution of corporate governance practices in Brazil. Available at SSRN 2611372.
- Malkiel, B. G. (2021). *A random walk down Wall Street: The time-tested strategy for successful investing*. W. W. Norton & Company.
- Marques, L., & Marques, L. (2020). The illusion of a sustainable capitalism. *Capitalism and Environmental Collapse*, 333-362.
- Means, G. (2017). *The modern corporation and private property*. Routledge.
- Mengarda, K., de Amorim, A. P. A. S., de Oliveira, E. S., Gasperini, F., & de Almeida, R. S. D. S. (2024). Governança Corporativa e a Teoria da Agência: Levantamento Bibliométrico. *Revista Controladoria e Gestão*, 5(1), 1068-1083.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853-886.
- Monks, R. A. G., & Minow, N. (2011). *Corporate Governance*. John Wiley & Sons.
- Organization for Economic Co-operation and Development. (2004). *The OECD principles of corporate governance*. *Contaduría y Administración*, (216).
- Pfeffer, J., & Salancik, G. (2015). External control of organizations—Resource dependence perspective. In *Organizational behavior 2* (pp. 355-370). Routledge.
- Ribeiro, J. E., & Souza, A. A. D. (2023). Corporate governance index and market performance: evidence in the Brazilian stock market. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34(92), e1756.
- Shah, N., Napier, C. J., & Holloway, R. (2017). The Cadbury Report 1992: Shared vision and beyond. *United Kingdom*, available at: <https://scholar.google.co.uk/citations>.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.



Silva, L. L., & Milani, B. (2021). Governança Corporativa: Uma análise dos retornos dos índices da B3. *Administração de Empresas em Revista*, 4(26), 272-295.

United Nations Global Compact. (2004). Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world.

Vilanova, M. E. M., Bazanini, R., Ryngeblum, A. L., & Margueiro, E. A. (2024). Reflexões sobre as controvérsias do modelo stakeholders capitalism como fator de criação de valor na cadeia da carne bovina brasileira: relevante ou inoperante? *Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade*, 13(1), e23761-e23761.

Weber, J. (2011). The development of controller tasks: explaining the nature of controllership and its changes. *Journal of Management Control*, 22, 25-46.