

EMPRESAS QUE REALIZAM RELATO INTEGRADO NO NOVO MERCADO: COMPARAÇÃO ENTRE A ESTRUTURA DO CONSELHO, RENTABILIDADE E LIQUIDEZ

COMPANIES THAT ISSUE INTEGRATED REPORTING
IN THE NOVO MERCADO: COMPARISON BETWEEN
BOARD STRUCTURE, PROFITABILITY AND LIQUIDITY

EMPRESAS QUE REALIZAN INFORMES INTEGRADOS
EN EL NOVO MERCADO: COMPARACIÓN ENTRE LA
ESTRUCTURA DEL CONSEJO, RENTABILIDAD Y LIQUIDEZ

Luiz Gustavo Argentino

Possui graduação em Administração pelo Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas, Especialização em Mercado de Capitais pela Universidade Paulista e Mestrado em Administração em Governança Corporativa.

Alessandro Rosini

Pós-Doutorado em Administração de Empresas pela FEA USP, Doutorado em Comunicação e Semiótica - Tecnologia da Informação e Mestrado em Administração de Empresas - Planejamento Estratégico pela PUC-SP,

Fernando de Almeida Santos

Pós-Doutor em Ciências Contábeis - PUC-SP; Doutor: Ciências Sociais, Área de Relações Internacionais - PUC-SP; Mestre: Administração de Empresas - Universidade Presbiteriana Mackenzie. Formação de Docentes para a atuação em Educação à Distância - ESAB; Graduado: Administração de Empresas - UNIFIEO; Graduado: Ciências Contábeis - UCDB; Graduado: Administração Pública - UCDB.

Angelo Palmisao

Doutor em Ciências Sociais (2003), Mestre em Administração (1999), Graduado em Administração de Empresas (1981), todos cursados na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC/SP.

Resumo

RESUMO

O estudo compara, por meio de dados secundários, a estrutura do conselho de administração entre empresas que emitem relato integrado listadas no Novo Mercado da B3 e aquelas que o fazem fora desse segmento, analisando rentabilidade e liquidez. A metodologia utilizada contempla análises por meio de dados secundários: informações financeiras das empresas e dados sobre o número de conselheiros e sua distribuição por gênero, obtidos nas relações com investidores das companhias e no software Economatica. A partir dos dados coletados e analisados, entre as 18 empresas que praticam o relato integrado, 66,67% estão listadas no Novo Mercado da B3, o que indica uma relação diretamente proporcional entre a emissão de relato integrado e a listagem no Novo Mercado. A relevância deste estudo fundamenta-se no IIRC, entendido como um acordo mundial entre reguladores, investidores, definidores de padrões, profissionais de contabilidade, empresas e ONGs, que apresenta consenso sobre a comunicação da geração de valor como o futuro dos relatos corporativos. As contribuições deste artigo abordam e discutem questões que contextualizam a governança corporativa e a forma como essas empresas apresentam seus resultados, o que é importante para a sociedade por garantir a transparência das informações divulgadas.

Palavras-chave: Governança corporativa; Novo Mercado; Conselho de administração; relato integrado.

ABSTRACT

The study compares, using secondary data, the board of directors' structure of companies that issue integrated reporting within the Novo Mercado segment of B3 and those that do so outside that segment, analyzing profitability and liquidity. The methodology involves analyses based on secondary sources, including companies' financial information and data on the number of board members and gender distribution, obtained from investor relations disclosures and the Economatica software. Based on the collected and analyzed data, among the 18 companies practicing integrated reporting, 66.67% are listed on the Novo Mercado of B3, indicating a directly proportional relationship between issuing integrated reports and being listed on the Novo Mercado. The relevance of this study is grounded in the IIRC, which represents a global agreement among regulators, investors, standard setters, accounting professionals, companies and NGOs, reflecting a shared understanding that communicating value creation is the future of corporate reporting. This article's contributions address and discuss issues that contextualize corporate governance and the way these companies present their results, which is important for society by ensuring transparency of disclosed information.

Keywords: Corporate Governance. Novo Mercado. Board of directors. Integrated Reporting.

RESUMEN

El estudio compara, mediante datos secundarios, la estructura del consejo de administración entre empresas que emiten informes integrados listadas en el Novo Mercado de B3 y aquellas que lo hacen fuera de ese segmento, analizando la rentabilidad y la liquidez. La metodología empleada incluye análisis basados en fuentes secundarias: información financiera de las empresas y datos sobre el número de miembros del consejo y su distribución por género, obtenidos en las relaciones con inversores y en el software Economatica. Según los datos recolectados y analizados, de las 18 empresas que practican el informe integrado, el 66,67% están listadas en el Novo Mercado de B3, lo que indica una relación directamente proporcional entre la emisión de informes integrados y la cotización en el Novo Mercado. La relevancia de este estudio se fundamenta en el IIRC, que representa un acuerdo global entre reguladores, inversores, organismos normalizadores, profesionales de la contabilidad, empresas y ONG, y que refleja un consenso sobre que la comunicación de la creación de valor es el futuro de los informes corporativos. Las contribuciones de este artículo abordan y discuten cuestiones que contextualizan la gobernanza corporativa y la forma en que estas empresas presentan sus resultados, lo cual es importante para la sociedad al garantizar la transparencia de la información divulgada.

Palabras clave: Gobernanza corporativa. Novo Mercado. Consejo de administración. Informe integrado.

INTRODUÇÃO

O presente estudo compara, por meio de dados secundários, a estrutura do conselho de administração entre empresas que divulgam relato integrado e aquelas que não o fazem, considerando especificamente empresas listadas dentro e fora do Novo Mercado da B3. Analisa-se, igualmente, a rentabilidade e a liquidez dessas empresas. Além das exigências da B3 (Bolsa de Valores) e da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) em termos de governança corporativa, nota-se, nas últimas décadas, uma tendência crescente dos investidores em avaliar a composição do conselho, o que conduz analistas de fundamentalistas a investigar o histórico e o perfil dos seus membros.

Conforme Freitas *et al.* (2020), o conselho de administração desempenha um papel fundamental nas decisões estratégicas das organizações que implementam sistemas de governança corporativa.

Práticas de governança corporativa devem estar presentes em empresas de capital aberto, sobretudo pela necessidade de transparência em suas ações, uma vez que essas empresas dependem de capital de acionistas para financiar sua expansão.

A “boa governança corporativa” seria o instrumento que propicia a deflagração de um “ciclo virtuoso”. Transparência nos procedimentos contábeis e administrativos das empresas de capital aberto e respeito aos direitos dos acionistas minoritários são as bases de sustentação da nova institucionalidade. Essas ideias lembram bandeiras importantes da luta pela instauração da cidadania plena no Brasil, processo que tem demandado uma imensa descarga de energia social e produzido a legitimação de conceitos que dela parecem derivar (Grün, 2003, p. 140).

4

Conforme as empresas expandem suas capacidades produtivas, o montante de capital exigido para sustentar investimentos pode superar a capacidade de crédito das instituições financeiras, fazendo-as buscarem apoio de investidores no mercado de capitais por meio de oferta pública inicial (IPO). Assaf Neto (2020) ressalta que as vantagens de realizar um IPO incluem reduzir o risco financeiro por meio de maior captação de recursos, profissionalizar a estrutura decisória e melhorar a imagem da empresa no mercado. Nesse contexto, a governança corporativa torna-se uma peça-chave para orientar a trajetória da empresa, por meio da composição de um conselho de administração que represente e harmonize os interesses da gestão e dos acionistas, contribuindo para a continuidade do processo de expansão e para o aumento do valor de mercado. Estudos como os de La Porta, Shleifer e Lopez-de-Silanes (1999); Pham, Kalev e Steen (2003); e Yeh, Shu e Guo (2008) indicam que o preço de uma ação no IPO pode ser influenciado pela estratégia organizacional, pela estrutura e pelo nível de governança corporativa.

Nas últimas décadas, o mercado brasileiro vivenciou escândalos em grandes empresas que, apesar de apresentarem níveis formalmente elevados de governança na B3, revelaram práticas de baixa transparência. Esses episódios afetaram a percepção de risco do país junto às agências de rating internacionais (Standard & Poor's, Moody's), e empresas como a Petrobras

e companhias ligadas ao Grupo EBX experimentaram crises que evidenciaram problemas de composição e atuação do conselho de administração, com interesses que se afastaram dos interesses societários, gerando investigações de repercussão prolongada (Medeiros, 2017).

A composição do conselho de administração é, portanto, relevante para a manutenção da saúde corporativa perante investidores e o mercado de capitais.

A análise deste estudo considerava variáveis como a posição do presidente do conselho na organização e a presença de mulheres no conselho, entre outras, a fim de possibilitar comparação entre as empresas. Com base nos conceitos expostos, o estudo busca identificar se existem diferenças efetivas na estrutura do conselho, na rentabilidade e na liquidez entre empresas que divulgam relato integrado e aquelas que não o fazem, tanto dentro quanto fora do Novo Mercado da B3.

O relato integrado é um processo de comunicação que informa as partes interessadas sobre a forma como a gestão, baseada em estratégia, governança, perspectivas e desempenho, gera valor no curto, médio e longo prazo. Trata-se de um acordo mundial entre reguladores, investidores, definidores de padrões, profissionais de contabilidade, empresas e ONGs, que reconhece a comunicação da geração de valor como tendência dos relatórios corporativos (IIRC, 2023).

Este estudo tem como objetivo comparar a estrutura do conselho de administração entre empresas que emitem relato integrado e aquelas que não o fazem, analisando suas medidas de rentabilidade e liquidez.

Metodologicamente, trata-se de uma pesquisa quantitativa que utiliza dados secundários de empresas emissoras de relato integrado, situadas dentro e fora do Novo Mercado da B3.

Justifica-se a escolha do tema por sua relevância para análises fundamentalistas que auxiliam investidores na seleção de empresas e para a identificação, por meio de dados, de eventuais falhas de governança. A motivação para este estudo foi aperfeiçoar conhecimentos fundamentalistas e aprofundar a lógica aplicada às operações em renda variável. De acordo com Silveira, Barros e Famá (2017), o conselho de administração é um dos principais meios para equilibrar os interesses de acionistas e gestores no sistema de governança corporativa.

A lacuna que este estudo busca preencher consiste em identificar a efetividade das práticas de governança corporativa: nem sempre a divulgação em relatórios evidencia a implementação concreta dessas práticas.

A relevância social do trabalho reside em auxiliar investidores a compreenderem melhor a estrutura e a relevância do conselho de administração na condução da empresa, elemento decisivo para sua perpetuidade ou declínio. A pesquisa contribui, assim, para o estudo da governança corporativa e do papel dos conselhos de administração como ferramenta para a sustentabilidade e preservação do valor de mercado das companhias, destacando sua relevância acadêmica.

5

DESENVOLVIMENTO DO ARTIGO

Nas últimas décadas, o estudo sobre governança corporativa e suas vertentes tornou-se mais aprofundado, uma vez que boas práticas nesse campo favorecem as empresas na captação de recursos no mercado de capitais, na criação de valor de mercado e na busca pela perpetuidade. Além disso, a governança corporativa atua na prevenção de problemas internos e de conflitos de interesses que podem comprometer a saúde empresarial.

A origem das boas práticas de governança corporativa é estruturada em quatro princípios básicos: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, conforme define o IBGC (2023). O aprofundamento das pesquisas sobre o tema tornou-se necessário porque, embora os conceitos e diretrizes da governança corporativa contenham premissas amplamente reconhecidas como positivas, sua implantação nas empresas ainda encontra barreiras, frequentemente associadas a interesses divergentes de agentes internos. Esse cenário conduziu pesquisadores a investigarem os impactos decorrentes da negligência dessas práticas, especialmente em episódios nos quais conflitos de interesses e falhas de governança afetaram o desempenho e a confiança do mercado.

GOVERNANÇA CORPORATIVA

A definição de governança corporativa como fator determinante de credibilidade e valor das empresas cresce cada vez mais no mercado corporativo, principalmente em companhias de capital aberto, que dependem do capital de investidores para expansão de suas operações.

Para Lima e Ribeiro (2024), a governança corporativa (GC) constitui um conjunto de práticas, procedimentos e políticas que atuam como diretrizes para a gestão e o controle organizacional.

Segundo o IBGC (2023), as boas práticas de governança corporativa traduzem princípios básicos de gestão em recomendações objetivas, promovendo o alinhamento de interesses entre todos os envolvidos e buscando a preservação do valor econômico no longo prazo, a expansão sustentável, o acesso facilitado a recursos de investidores e instituições de crédito, a longevidade da organização e o bem comum.

O conceito de GC tornou-se especialmente relevante em países em desenvolvimento, onde os mecanismos de governança tendem a ser mais frágeis e, em muitos casos, incipientes (Abhilash et al., 2023).

Este estudo entende a governança corporativa como um conjunto de técnicas estruturadas de gestão, voltadas ao interesse da empresa e das partes interessadas, com foco na valorização de mercado e na sua perpetuidade.

Com esse intuito, destaca-se o papel do conselho de administração, que atua como instância de intermediação entre os interesses da gestão e os dos acionistas, garantindo que as decisões estratégicas priorizem a proteção do valor corporativo, a redução de conflitos de interesse e a garantia de equidade entre os sócios, independentemente da quantidade de ações possuídas.

No Brasil, segundo o IBGC (2023), a aplicação das boas práticas de governança corporativa ganhou maior dinamismo a partir da abertura do mercado nacional em 1990. Em 1995, foi criado o IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração), posteriormente renomado, em 1999, como IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). Nesse mesmo ano, foi lançada a primeira edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, marco importante na consolidação do tema no país. O fortalecimento do movimento de governança mostrou-se impulsionado pela percepção de que investidores passaram a aceitar pagar um valor mais elevado por ações de empresas com práticas robustas de governança, associando tais mecanismos a maior credibilidade, segurança e foco na continuidade do negócio.

Conforme o conceito e a aplicação das boas práticas passaram a ser mais aceitos e legitimados, sustentados principalmente por discussões internacionais e fortalecidos pela criação da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), a governança corporativa tornou-se uma espécie de recomendação para a regulação e adequação de leis por meio de órgãos regulatórios (IBGC, 2023).

O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Conforme Parrat (1999), o conceito de conselho de administração originou-se quando a propriedade das empresas e sua gestão começaram a se separar, mais especificamente a partir da década de 1930, nos Estados Unidos, período marcado pela transferência do capital dos proprietários para acionistas, fato que ampliou o poder e a importância desses acionistas no controle corporativo.

A separação citada anteriormente tornou de extrema importância um dos principais órgãos de governança da empresa: o conselho de administração, entendido como um grupo de indivíduos selecionados para a tomada de decisões, com a finalidade de potencializar a criação de valor. Conforme Charreaux e Desbrières (1998), criação de valor significa produzir rentabilidade a partir dos produtos e serviços oferecidos, considerando o preço que o cliente está disposto a pagar e os custos de oportunidade dos recursos envolvidos, seja qual for sua natureza.

Segundo Linck, Netter e Yang (2008), existem duas abordagens para a atuação do conselho de administração. Uma delas é o modelo de gerenciamento, no qual se presume que o conselho toma decisões que interferem diretamente na gestão da organização. Pode-se citar, nesse modelo, a formação de equipes para projetos e a deliberação sobre quais projetos serão executados. Isso faz do conselho uma ferramenta indispensável para decisões estratégicas e para o direcionamento do caminho que a empresa seguirá.

Outro modelo é o de supervisão, defendido por Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) e Thakor (2006), que entendem o papel do conselho como o de acompanhar e aconselhar o CEO (Chief Executive Officer). Pode-se citar, também, a função altamente relevante de acompanhamento de relatórios financeiros (Anderson; Mansi; Reeb, 2004).

Conforme o IBGC (2023), o conselho de administração é o órgão responsável pelo processo decisório dentro da organização, tendo como ponto crucial o seu direcionamento estratégico. Além de deliberar sobre os caminhos da empresa, seu papel também consiste em atuar como um elo entre a gestão, a diretoria, sócios e acionistas, sempre defendendo o interesse da organização. A formação do conselho de administração é de responsabilidade dos proprietários, ou seja, dos sócios.

Os membros do conselho de administração são eleitos pelos sócios.

Na qualidade de administradores, os conselheiros possuem deveres fiduciários para com a organização e prestam contas aos sócios nas assembleias. De forma mais ampla e periódica, também prestam contas aos sócios e às demais partes interessadas por meio de relatórios periódicos (IBGC, 2023, p. 39).

O estudo do conselho de administração, por diversos autores, baseia-se na necessidade de monitoramento contínuo de sua composição estrutural, visto que a estrutura do conselho é fundamental para que seu papel seja desempenhado corretamente e sem interferência de interesses da própria gestão ou de grandes acionistas.

Baldenius, Melumad e Meng (2014), após a análise da formação dos conselhos, desenvolveram um modelo que relaciona o poder de indicação dos membros ao papel desempenhado pelo órgão, sugerindo, entre outros pontos:

- Quando o CEO influencia na nomeação de um conselheiro, há tendências ao fortalecimento da atividade de monitoramento;
- Quando o conselheiro é nomeado por um acionista por escolha livre, há predominância de erros gerenciais.

Coles, Daniel e Naveen (2008) afirmam que ainda não há consenso entre autores sobre um modelo ideal de formação do conselho. Há argumentações de que não existe estrutura-chave que se adeque a todo tipo de organização, sendo necessário considerar características internas, como diversificação das atividades e tamanho da empresa, para definir a necessidade de maior ou menor número de conselheiros independentes.

Para evitar problemas causados por ligações diretas entre conselheiros e gestores, familiares ou acionistas, uma figura importante é o conselheiro independente, que, segundo o IBGC (2023), não está ligado à empresa por meio de relações familiares ou de negócios. Isso garante maior neutralidade nas decisões e impede influências que comprometam os objetivos da organização.

Deve-se levar em consideração que é por meio da tomada de decisões dos conselheiros que se elabora um direcionamento para a organização. Quando ocorre qualquer tipo de influência por parte de administradores que sejam divergentes aos interesses da organização (conflito de agência), os resultados podem ser catastróficos. Jensen e Meckling (1976) confirmam a existência dos conflitos de interesses entre gestores e acionistas. O proprietário (principal) concede ao gestor (agente) a administração da empresa de acordo com seus interesses. Na prática, esses interesses nem sempre convergem, o que gera conflitos de agência e riscos à organização. No Brasil, a competência do conselho de administração e sua formação em empresas de capital aberto seguem as orientações legais estabelecidas pela Lei nº 6.404/76 (Brasil, 1976).

Conforme o Artigo 140, Capítulo XII, Seção I da Lei nº 6.404/76 (Brasil, 1976), o conselho de administração deve ser composto por no mínimo três membros, eleitos por assembleia geral, cabendo à empresa definir: número máximo e mínimo de conselheiros, formas de substituição do presidente do conselho, prazo de gestão do conselheiro (que não pode ultrapassar três anos, embora seja permitida sua reeleição) e as normas de funcionamento do conselho, cujas deliberações serão por maioria de votos, conforme os incisos I, II, III e IV do mesmo artigo.

De acordo com o Artigo 142 da mesma lei, compete ao conselho de administração direcionar os negócios da organização, fixar atribuições aos agentes de gestão, elegê-los ou destituí-los e fiscalizar sua administração. Também possui competências para examinar documentos oficiais da empresa, convocar assembleia geral quando julgar conveniente, manifestar-se sobre contas da diretoria, definir auditores e deliberar sobre emissões de papéis no mercado de capitais, entre outros pontos presentes no apêndice anexo.

Considerando todos os conceitos e análises citados, entende-se que o conselho de administração é um dos principais meios para garantir o direcionamento estratégico da organização e assegurar que as boas práticas de governança corporativa sejam respeitadas, contribuindo não só para sua expansão no mercado, mas especialmente para sua perpetuidade.

Portanto, o conselho de administração é um dos principais instrumentos para manter em equilíbrio os interesses entre acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma companhia (Silveira; Barros; Famá, 2017).

RELATO INTEGRADO

Segundo a Comissão Brasileira de Acompanhamento do relato integrado, o *International Integrated Reporting Council* (IIRC), criado em 2010, é um acordo mundial entre reguladores, investidores, definidores de padrões, profissionais de contabilidade, empresas e ONGs, no qual existe um senso comum de que a comunicação da geração de valor é o futuro dos relatos corporativos.

O relato integrado é um processo que informa as partes interessadas sobre como a gestão da organização (baseada em estratégia, governança, perspectivas e desempenho) gera valor para a mesma a curto, médio e longo prazo (IIRC, 2023).

Olhando por este escopo, a B3 passou a recomendar às empresas listadas, com o objetivo de incentivar as boas práticas de transparência e gestão no mercado de capitais, que, a partir de 2012, indiquem em seu formulário de referência se publicam o relato integrado e onde ele pode ser encontrado. Caso não o façam, devem explicar o motivo. Essa recomendação foi formalizada por meio do Comunicado Externo 017/2011-DP (B3, 2024).

O relato integrado explica de que forma uma organização consegue gerar valor ao longo do tempo, influenciado pelo ambiente externo, pela relação com stakeholders e pela dependência de recursos (IIRC, 2023). O relato integrado oferece um escopo sobre as pressões externas que afetam as organizações e sobre os capitais usados e impactados pela organização, tais como: financeiros, intelectuais, sociais e de relacionamento, humanos e naturais (IIRC, 2023).

Para Kassai e Carvalho (2017), o relato integrado é mais que um conjunto de relatórios financeiros que constam informações não financeiras. O relato integrado deve conter uma perspectiva sólida sobre como a governança, a estratégia, o ambiente externo, o desempenho e a postura da organização diante dos fatores externos contribuem para mitigar riscos e ampliar a geração de valor em uma organização.

O relato integrado é um método de geração de informações corporativas que visa garantir que os relatórios comuniquem a geração de valor de uma forma mais abrangente, melhorando a qualidade da informação divulgada, unindo informações financeiras e não-financeiras (Kallenbach, 2023).

O propósito do relato integrado é transformar a forma como as organizações prestam contas às partes interessadas, gerando valor prioritariamente (TCU, 2021).

Maria *et al.* (2021) destacam reflexões sobre lacunas de engajamento e utilização do relato integrado no Brasil, na expectativa de que os atores sociais envolvidos com o RI pudessem implementar ações para acelerar a adesão a essa metodologia de evidenciação contábil, promovendo, assim, uma mudança comportamental nos gestores brasileiros.

Pode-se afirmar que o relato integrado não é apenas um conjunto banal de relatórios contábeis, mas sim um processo que harmoniza e converge sistemas organizacionais de gestão e comunicação corporativa. Dessa forma, torna-se necessário respeitar o tempo de maturação de cada profissional ou organização na adoção desse modelo (Kassai; Carvalho, 2017).

Segundo o IIRC (2023), o propósito da estrutura do relato integrado é estabelecer elementos de conteúdo e princípios que direcionem sua elaboração, explicando os conceitos que o sustentam. Embora seja amplamente usado no setor privado, em especial em organizações com fins lucrativos de pequeno, médio ou grande porte, há possibilidade de adaptação conforme a necessidade de entidades do setor público ou sem fins lucrativos.

Ainda segundo o IIRC (2023), em seus conceitos fundamentais, o valor gerado por uma organização ao longo do tempo pode se manifestar por meio de resultados positivos, negativos ou transformações de capitais decorrentes de suas atividades, produtos e interações com o ambiente externo. Tal valor possui duas perspectivas inter-relacionadas: *shareholders* e *stakeholders*.

Os relatos integrados possibilitam uma visão mais ampla e integrada de uma organização, ainda que os aspectos financeiros permaneçam centrais. Fernandes et al. (2024) destacam que os motivadores das práticas ESG (ambiente, social, governança) mais evidenciados nas organizações brasileiras ainda estão fortemente relacionados ao retorno financeiro.

Nelson (2014) afirma que cerca de 93% das 250 maiores empresas do mundo publicam relatos integrados ou documentos similares, sendo que 60% dessas empresas estão sujeitas a auditorias independentes. Constata-se que, nas últimas décadas, a Responsabilidade Social Corporativa passou por um processo de amadurecimento impulsionado pelo aumento das expectativas dos *stakeholders*, pela evolução das diretrizes globais e pela demanda por maior transparência nas divulgações corporativas.

Ferreira e Martins (2024) complementam que a adoção do relatório integrado contribui para transformar dados em informações relevantes e estratégicas, ampliando a transparência e reduzindo erros de previsão dos analistas financeiros, especialmente no que se refere às expectativas de desempenho organizacional.

10

O NOVO MERCADO DA B3

Conforme a B3 (2024), o Novo Mercado da Bovespa foi fundado no ano 2000, com o compromisso inicial de elevar o padrão de governança corporativa das companhias abertas no Brasil. A partir de sua primeira listagem, em 2002, o Novo Mercado tornou-se referência em transparência e boas práticas de governança, especialmente entre investidores interessados em IPOs (*Initial Public Offering – Oferta Pública Inicial*), com o objetivo de atrair empresas que pretendiam realizar grandes ofertas de ações, acessíveis a diferentes perfis de investidores (institucionais, pessoas físicas, estrangeiros, entre outros).

Entende-se por “Novo Mercado” um segmento que reúne empresas com alto nível de governança corporativa, empregando práticas adicionais para esse fim, o que fez com que tais companhias alcançassem maior capacidade de atrair investidores de longo prazo. Essas empresas contavam, inclusive, com o apoio de comunicação e marketing da própria Bolsa, que sinalizava a participação das companhias listadas no índice IGC-NM (Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado).

Na última década, o Novo Mercado firmou-se como uma seção destinada à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente (B3, 2024, local. 1).

Nas últimas décadas, o mercado de capitais passou a demandar maior transparência e igualdade de tratamento, especialmente na proteção de acionistas minoritários, que muitas vezes eram prejudicados por decisões influenciadas por grandes acionistas e pela gestão da própria empresa. Essa assimetria de interesses deu origem aos chamados Custos de Agência.

Um estudo realizado em 2001, em parceria pelas empresas McKinsey & Co. e Korn Ferry International, buscou mapear características do modelo de governança corporativa em empresas brasileiras com faturamento superior a US\$ 250 milhões. Do total de conselheiros contatados, 127 conselheiros, que representavam 74 empresas, responderam à pesquisa. Foram realizadas também 14 entrevistas com conselheiros, e, ao final da coleta, constatou-se que o modelo de governança predominante era marcado por forte concentração de propriedade nas mãos de acionistas majoritários. Tal estrutura leva os membros do conselho a representarem principalmente esses interesses, o que acabava prejudicando acionistas minoritários, que se demonstraram pouco ativos nessa estrutura (Gouvêa; Wong, 2017). No entanto, os autores notaram a existência de um modelo emergente, já alinhado às melhores práticas de governança corporativa.

Para Gouvêa e Wong (2017), nesse modelo emergente, havia processos bem definidos e conselheiros mais preparados para atuar em questões estratégicas, além de maior participação dos acionistas minoritários. Embora ainda existisse alta concentração de propriedade que se sobreponha à liderança, esse maior profissionalismo contribuía positivamente ao fortalecer a postura do conselho, tornando processos decisórios mais eficientes e promovendo melhores relações com stakeholders e shareholders (acionistas).

O estudo citado pelos autores (Gouvêa; Wong, 2017) revela que, já no início dos anos 2000, havia um movimento de evolução da governança corporativa, impulsionado pelas pressões sentidas pelas organizações durante suas ofertas para captação de recursos. O Novo Mercado da Bovespa consolida esse processo ao estabelecer regras mais rígidas para listagem.

Entre essas exigências, destacam-se: capital composto apenas por ações ordinárias; *tag along* de 100% (mecanismo que garante aos minoritários o direito de vender suas ações pelo mesmo valor em caso de venda de controle ou saída do pregão da B3); oferta pública para recompra de ações por, no mínimo, valor econômico; mínimo de 5 membros no conselho de administração, sendo 20% independentes, com mandato mínimo de 2 anos; *free float* mínimo de 25% das ações em circulação no mercado; divulgação detalhada de relatórios financeiros trimestrais, incluindo fluxos de caixa, revisados por auditor independente; publicação de relatórios anuais em padrão internacionalmente aceito; e divulgação mensal das negociações com valores mobiliários realizadas por diretores, acionistas controladores e executivos (B3, 2024).

O número de empresas no Novo Mercado cresce ao longo dos anos, reforçando a importância da governança corporativa para o mercado de capitais. O

comprometimento dos gestores com a gestão de riscos e a presença de um sistema estruturado de gerenciamento desses riscos tornam-se fatores cada vez mais relevantes para as organizações (Rocha *et al.*, 2024).

Atualmente, a B3 conta com 487 empresas listadas em seu mercado de ações, distribuídas entre diferentes setores econômicos, como Bens Industriais, Consumo, Tecnologia, Financeiro, entre outros. A adesão às regras do Novo Mercado é voluntária e formalizada por meio do Contrato de Participação no Novo Mercado, no qual as empresas se comprometem a se adequar ao modelo de governança exigido. Esse contrato deve conter a assinatura da B3 e dos controladores da empresa, como acionista controlador, representantes do conselho e diretoria (B3, 2024).

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para chegar ao objetivo do estudo, foram realizadas análises por meio de dados secundários de empresas listadas na B3, caracterizando-se como um estudo quantitativo, com foco em informações financeiras, número de conselheiros, gênero e composição do conselho de administração. Foram utilizadas as seções de relação com investidores das empresas, a plataforma Econoinfo e os dados extraídos pelo software Economatica.

A comparação foi feita por meio de dados secundários entre a estrutura do conselho de administração de empresas que emitem relato integrado no segmento Novo Mercado e fora dele, analisando a rentabilidade e a liquidez dos últimos 12 meses.

A pesquisa considerou o período de 12 meses pelo fato de os conselhos de administração serem relativamente recentes, com até 1 um ano e meio de existência, o que não permitiria uma análise em um intervalo maior. Para isso, escolheu-se o método quantitativo com dados secundários, organizados em um banco de dados montado no software Microsoft Excel. Foram selecionadas empresas listadas na B3 que emitem relato integrado e, a partir das listagens de 2016 da bolsa, a pesquisa quantificou 18 empresas que realizaram o relato integrado no período estudado.

12

ANÁLISE DOS RESULTADOS

Por meio das coletas de dados efetuadas pelo software Economatica e pela plataforma Econoinfo, foi possível montar tabelas com todos os dados necessários para a análise do segmento de listagem e da estrutura do conselho das empresas selecionadas. Notou-se, em algumas organizações, principalmente no segmento Novo Mercado da B3, a presença de conselheiros representantes de acionistas minoritários. Bratton e McCahery (1999) afirmam que, quando existem acionistas controladores com maior poder de voto e mercados menos líquidos, o conselho de administração apresenta-se aos minoritários como um mecanismo de controle interno.

Observou-se também que empresas que emitem relato integrado tendem a manter em seus conselhos um alto percentual de conselheiros independentes, indicando certa semelhança entre empresas de dentro e de fora do Novo Mercado. O IBGC (2023) discorre sobre a importância dessa independência para evitar conflitos de interesse.

O elevado número de conselheiros externos indica potencial de independência em relação à gestão executiva, além de maior grau de monitoramento das atividades da empresa (Mônaco, 2000).

Outra particularidade identificada é que empresas que emitem relato integrado e estão listadas no Novo Mercado demonstram maior tendência a incluir mulheres no conselho de administração. Sigollo *et al.* (2008) ressalta a conquista feminina em posições estratégicas no mundo corporativo e afirma que empresas com mulheres em cargos estratégicos revelam firmeza e competência, sem anular a personalidade feminina na condução de crises. Tal observação reforça a percepção de que a presença feminina no conselho pode caracterizar empresas sólidas e robustas. Trajano (Sigollo *et al.*, 2008) complementa que, na economia atual, atributos como sensibilidade, intuição e espírito de servir, culturalmente mais desenvolvidos nas mulheres, tornaram-se relevantes para a prosperidade de um negócio, sem deixar de salientar o equilíbrio necessário entre características femininas e masculinas em uma organização.

O estudo também mostrou que algumas empresas que emitem relato integrado fora do Novo Mercado ainda mantêm estruturas de influência familiar, conselhos com poucos membros e sem representação dos minoritários. No entanto, a principal característica observada foi a seguinte: das 18 empresas que emitem relato integrado, 66,67% pertencem ao Novo Mercado, enquanto 33,33% estão distribuídas entre os níveis 1 e 2 de governança da B3. Para Kassai e Carvalho (2017), o relato integrado vai além da junção de relatórios financeiros e não financeiros, pois apresenta uma perspectiva sólida sobre como governança, estratégia, desempenho e ambiente externo atuam para mitigar riscos e aumentar a geração de valor, o que reforça a percepção de relação proporcional entre a adesão ao Novo Mercado e a emissão do relato integrado no Brasil.

Conforme a B3 (2024), o Novo Mercado da Bovespa, criado em 2000, desde o início comprometeu-se em agregar um padrão mais elevado de governança corporativa. A partir de sua primeira listagem em 2002, o Novo Mercado se tornou referência em transparência e práticas de governança exigidas por investidores, especialmente em processos de IPO. Seu objetivo foi atrair empresas que pretendiam realizar grandes ofertas de ações, direcionando-as a diferentes perfis de investidores, como institucionais, pessoas físicas, estrangeiros, entre outros. Os dados de CEO acumulando a presidência do conselho mostraram-se irrelevantes para a análise, aparecendo essa característica em apenas uma empresa estudada.

13

INDICADORES FINANCEIROS DAS EMPRESAS SELECIONADAS

Além dos dados de estrutura do conselho e suas peculiaridades, o estudo focou também na comparação dos indicadores de liquidez e rentabilidade das empresas selecionadas, a fim de corroborar o objetivo de pesquisa traçado. Conforme supracitado, os dados foram coletados no software Economatica, descrito pelos autores como um banco de dados constantemente atualizado, que fornece informações precisas para análise de investimentos (Economatica, 2017). Após a coleta, foi possível comparar as empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3 e aquelas enquadradas nos Níveis 1 e 2 de governança corporativa. Os indicadores financeiros utilizados foram:

1. Margem Líquida;
2. Margem Bruta;
3. Rentabilidade do Ativo;
4. Rentabilidade do Patrimônio Líquido;
5. Liquidez Corrente.

As informações financeiras foram organizadas nas tabelas apresentadas a seguir:

Bradesco

Tabela 1 - Financeiro Bradesco

Nome	Classe	Código	Margem Líquida	MrgBru	RentAt	RenPat(in)	RenPat(med)	RenPat(fim)	LiqCor	Segmento listagem
			Mais recente de 12 meses consolid.s	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid.s	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid.s	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente consolid:sim*	Bovespa
Bradesco	ON	BBDC3	9,3	28,6	1,2	14,8	14,0	13,2	1,0	Nível 1

Fonte: Economatica (2017).

Banco do Brasil

Tabela 2 - Financeiro Banco do Brasil

Nome	Classe	Código	Margem Líquida	MrgBru	RentAt	RenPat(in)	RenPat(med)	RenPat(fim)	LiqCor	Segmento listagem
			Mais recente de 12 meses consolid.s	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid.s	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid.s	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente consolid:sim*	Bovespa
Brasil	ON	BBAS3	6,8	20,3	0,8	12,3	11,8	11,3	0,8	Novo Mercado

Fonte: Economatica (2017).

Braskem

Tabela 3 - Financeiro Braskem

Nome	Classe	Código	Margem Líquida	MrgBru	RentAt	RenPat(in)	RenPat(med)	RenPat(fim)	LiqCor	Segmento listagem
			Mais recente de 12 meses consolid.s	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid.s	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid.s	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente consolid:sim*	Bovespa
Braskem	ON	BRKM3	2,6	26,2	2,4	28,6	22,1	18,0	0,9	Nível 1

Fonte: Economatica (2017).

BRF

Tabela 4 - Financeiro BRF

Nome	Classe	Código	Margem Líquida	MrgBru	RentAt	RenPat(in)	RenPat(med)	RenPat(fim)	LiqCor	Segmento listagem
			Mais recente de 12 meses consolid.s	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid.s	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid.s	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente consolid:sim*	Bovespa
BRF SA	ON	BRFS3	-2,3	20,3	-1,6	-6,0	-6,0	-6,0	1,5	Novo Mercado

Fonte: Economatica (2017).

CCR

Tabela 5 - Financeiro CCR

CCR AS	Classe	Código	Margem Líquida	MrgBru	RentAt	RenPat(in)	RenPat(med)	RenPat(fim)	LiqCor	Segmento listagem
			Mais recente de 12 meses consolid.s	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid.s	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid.s	Mais recente de 12 meses consolid:sim*	Mais recente consolid:sim*	Bovespa
CCR SA	ON	CCRO3	16,4	37,2	5,6	34,2	23,0	17,3	1,0	Novo Mercado

Fonte: Economatica (2017).

CCX Carvão

Tabela 6 - Financeiro CCX Carvão

CCR AS	Classe	Código	Margem Líquida Mais recente de 12 meses, consolid.s*	MrgBru Mais recente de 12 meses consolid:sim*	RentAt Mais recente de 12 meses consolid:sim*	RenPat(in) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid:s*	RenPat(med) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid:s*	RenPat(fim) Mais recente de 12 meses consolid:sim*	LiqCor Mais recente Bovespa consolid:sim*	Segmento listagem
Ccx Carvao	ON	CCXC3	-	-	-54,2	-	-	-	0,4	Novo Mercado

Fonte: Economatica (2017).

Cemig

Tabela 7 - Financeiro Cemig

CCR AS	Classe	Código	Margem Líquida Mais recente de 12 meses, consolid.s*	MrgBru Mais recente de 12 meses consolid:sim*	RentAt Mais recente de 12 meses consolid:sim*	RenPat(in) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid:s*	RenPat(med) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid:s*	RenPat(fim) Mais recente de 12 meses consolid:sim*	LiqCor Mais recente Bovespa consolid:sim*	Segmento listagem
Cemig	ON	CMIG3	0,5	18,6	0,2	0,6	0,7	0,7	0,6	Nível 1

Fonte: Economatica (2017).

CPFL Energia

Tabela 8 - Financeiro CPFL Energia

CCR AS	Classe	Código	Margem Líquida Mais recente de 12 meses, consolid.s*	MrgBru Mais recente de 12 meses consolid:sim*	RentAt Mais recente de 12 meses consolid:sim*	RenPat(in) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid:s*	RenPat(med) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid:s*	RenPat(fim) Mais recente de 12 meses consolid:sim*	LiqCor Mais recente Bovespa consolid:sim*	Segmento listagem
CPFL Energia	ON	CPFE3	3,5	19,4	2,1	8,4	8,2	8,0	0,8	Novo Mercado

Fonte: Economatica (2017).

15

Eletrobras

Tabela 9 - Financeiro Eletrobras

CCR AS	Classe	Código	Margem Líquida Mais recente de 12 meses, consolid.s*	MrgBru Mais recente de 12 meses consolid:sim*	RentAt Mais recente de 12 meses consolid:sim*	RenPat(in) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid:s*	RenPat(med) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid:s*	RenPat(fim) Mais recente de 12 meses consolid:sim*	LiqCor Mais recente Bovespa consolid:sim*	Segmento listagem
Eletrobras	ON	ELET3	-10,2	58,7	-2,3	-7,8	-8,1	-8,5	1,1	Nível 1

Fonte: Economatica (2017).

Eletropaulo

Tabela 10 - Financeiro Eletropaulo

CCR AS	Classe	Código	Margem Líquida Mais recente de 12 meses, consolid.s*	MrgBru Mais recente de 12 meses consolid:sim*	RentAt Mais recente de 12 meses consolid:sim*	RenPat(in) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid:s*	RenPat(med) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolid:s*	RenPat(fim) Mais recente de 12 meses consolid:sim*	LiqCor Mais recente Bovespa consolid:sim*	Segmento listagem
Eletropaulo	ON	ELPL3	1,1	4,0	1,0	6,4	5,6	4,9	0,9	Novo Mercado

Fonte: Economatica (2017).

Tractebel Energia

Tabela 11 - Financeiro Tractebel Energia

CCR AS	Classe	Código	Margem Líquida Mais recente de 12 meses, consolidado*	MrgBru Mais recente de 12 meses consolidado*	RentAt Mais recente de 12 meses consolidado*	RenPat(in) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	RenPat(med) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	RenPat(fim) Mais recente de 12 meses consolidado*	LiqCor Mais recente consolidado*	Segmento listagem Bovespa
Engie Brasil	ON	EGIE3	26,9	42,6	11,7	27,0	27,0	27,1	1,2	Novo Mercado

Fonte: Economatica (2017).

Fibria

Tabela 12 - Financeiro Fibria

CCR AS	Classe	Código	Margem Líquida Mais recente de 12 meses, consolidado*	MrgBru Mais recente de 12 meses consolidado*	RentAt Mais recente de 12 meses consolidado*	RenPat(in) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	RenPat(med) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	RenPat(fim) Mais recente de 12 meses consolidado*	LiqCor Mais recente consolidado*	Segmento listagem Bovespa
Fibria	ON	FIBR3	7,1	23,7	1,9	5,0	5,0	4,9	2,0	Novo Mercado

Fonte: Economatica (2017).

Itaú

Tabela 13 - Financeiro Itaú

CCR AS	Classe	Código	Margem Líquida Mais recente de 12 meses, consolidado*	MrgBru Mais recente de 12 meses consolidado*	RentAt Mais recente de 12 meses consolidado*	RenPat(in) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	RenPat(med) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	RenPat(fim) Mais recente de 12 meses consolidado*	LiqCor Mais recente consolidado*	Segmento listagem Bovespa
ItauUnibanco	ON	ITUB3	15,0	32,9	1,6	18,3	17,8	17,3	1,4	Nível 1

Fonte: Economatica (2017).

Light

Tabela 14 - Financeiro Light

CCR AS	Classe	Código	Margem Líquida Mais recente de 12 meses, consolidado*	MrgBru Mais recente de 12 meses consolidado*	RentAt Mais recente de 12 meses consolidado*	RenPat(in) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	RenPat(med) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	RenPat(fim) Mais recente de 12 meses consolidado*	LiqCor Mais recente consolidado*	Segmento listagem Bovespa
Light S/A	ON	LIGT3	-1,6	19,8	-1,1	-4,5	-4,7	-4,8	0,6	Novo Mercado

Fonte: Economatica (2017).

Magazine Luiza

Tabela 15 - Financeiro Magazine Luiza

CCR AS	Classe	Código	Margem Líquida Mais recente de 12 meses, consolidado*	MrgBru Mais recente de 12 meses consolidado*	RentAt Mais recente de 12 meses consolidado*	RenPat(in) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	RenPat(med) Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	RenPat(fim) Mais recente de 12 meses consolidado*	LiqCor Mais recente consolidado*	Segmento listagem Bovespa
Magaz Luiza	ON	MGLU3	2,4	30,3	4,5	38,7	34,6	31,3	1,1	Novo Mercado

Fonte: Economatica (2017).

Natura

Tabela 16 - Financeiro Natura

Nome	Classe	Código	Margem Líquida	MrgBru	RentAt	RenPat(in)	RenPat(med)	RenPat(fim)	LiqCor	Segmento listagem
			Mais recente de 12 meses consolidado*	Mais recente de 12 meses consolidado*	Mais recente de 12 meses consolidado*	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	Mais recente de 12 meses consolidado*		
Natura	ON	NATU3	7,4	69,9	4,2	65,0	52,5	44,1	1,5	Novo Mercado

Fonte: Economatica (2017).

Duke Paranapanema

Tabela 17 - Financeiro Duke Paranapanema

Nome	Classe	Código	Margem Líquida	MrgBru	RentAt	RenPat(in)	RenPat(med)	RenPat(fim)	LiqCor	Segmento listagem
			Mais recente de 12 meses consolidado*	Mais recente de 12 meses consolidado*	Mais recente de 12 meses consolidado*	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	Mais recente de 12 meses consolidado*		
Paranapanema	ON	PMAM3	-1,7	8,1	-1,4	-15,4	-8,2	-5,6	2,3	Novo Mercado

Fonte: Economatica (2017).

Sanepar

Tabela 18 - Financeiro Sanepar

Nome	Classe	Código	Margem Líquida	MrgBru	RentAt	RenPat(in)	RenPat(med)	RenPat(fim)	LiqCor	Segmento listagem
			Mais recente de 12 meses consolidado*	Mais recente de 12 meses consolidado*	Mais recente de 12 meses consolidado*	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	Mais recente em moeda orig de 12 meses consolidado*	Mais recente de 12 meses consolidado*		
Sanepar	ON	SAPR3	18,3	59,4	7,0	15,7	14,7	13,7	1,0	Nível 2

Fonte: Economatica (2017).

Os resultados após a coleta e análise de dados feitos no estudo demonstraram semelhanças e diferenças entre as empresas que emitem relato integrado. Observa-se, porém, que essas empresas estão mais voltadas para conceitos como responsabilidade social e credibilidade, adequando-se cada vez mais às exigências do mercado e dos seus stakeholders.

Tomé (2014) afirma que o relato integrado surge com o objetivo de complementar o relatório de sustentabilidade, além de preencher lacunas de informações da contabilidade financeira. Embora alguns autores não enxerguem o relato integrado como uma solução, como Adams (2015), que defende que a contabilidade necessita de maior desenvolvimento e que o relatório de sustentabilidade já supre as informações socioambientais, a pesquisa mostrou que as empresas analisadas neste estudo, tanto dentro quanto fora do Novo Mercado, estão atuando cada vez mais dentro das boas práticas de governança corporativa, tornando-se mais transparentes e fortalecendo sua perpetuidade e credibilidade perante seus stakeholders.

Verificou-se, nos resultados obtidos, que mesmo empresas que não estão no Novo Mercado e ainda adotam uma estrutura de conselho com membros da família dos fundadores (fora das exigências estruturais desse segmento, como os casos de Bradesco e Itaú) conseguiram adaptar-se muito bem aos modelos de boas práticas da governança corporativa, apresentando

ótimos indicadores financeiros e emitindo relatórios que demonstram transparência a seus investidores. Grün (2003) reforça que a governança corporativa promove a transparência contábil e a proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

Nas estruturas de conselho, nota-se que as semelhanças entre as empresas emissoras do relato integrado listadas no Novo Mercado da B3 e as que estão fora desse segmento são poucas. Ainda assim, verifica-se que a composição do conselho das empresas do Novo Mercado tende a ser mais robusta, com maior presença feminina e representantes de acionistas minoritários.

A comparação da estrutura do conselho pode ser feita por meio dos dados coletados no site Econoinfo, que reúne informações das empresas listadas na B3 para auxiliar investidores na tomada de decisão. Identificou-se uma característica relevante: aproximadamente 70% das empresas que emitem relato integrado estão listadas no segmento Novo Mercado da B3.

De acordo com a B3 (2024), o segmento Novo Mercado exige: composição do capital apenas por ações ordinárias; *tag along* de 100% na venda do controle da empresa; no mínimo 5 membros no conselho de administração, sendo pelo menos 20% de conselheiros independentes, com mandato mínimo de 2 anos; divulgação de relatórios financeiros detalhados e trimestrais, incluindo fluxos de caixa; auditoria independente; divulgação mensal de negociações com valores mobiliários da empresa por diretores, controladores e executivos; além da publicação de relatórios anuais em padrão internacionalmente aceito.

A partir dessas exigências, pode-se estabelecer uma possível relação entre a estrutura do conselho, a emissão do relato integrado e o desempenho financeiro dessas empresas.

Mesmo as empresas que não estão listadas no Novo Mercado, mas que emitem relato integrado, embora não apresentem estrutura de conselho tão semelhante às do segmento, mostraram um nível de transparência semelhante e bons resultados financeiros nos últimos 12 meses, o que sugere que a emissão do relato integrado também pode estar associada à credibilidade do investidor e ao desempenho financeiro.

O estudo também considerou a empresa CCX Carvão, listada no Novo Mercado da B3. O software Economatica não conseguiu trazer os indicadores financeiros da companhia, e o indicador extraído mostrou -54,2% na rentabilidade do ativo nos últimos 12 meses. Esse resultado é consequência do escândalo envolvendo seu fundador, Eike Batista.

Nota-se também que a empresa BRF obteve resultados negativos nos indicadores analisados devido a notícias que vieram a denegrir a imagem das empresas do mesmo segmento, em decorrência do escândalo da Operação Carne Fraca, o que fez com que suas ações caíssem drasticamente no mercado, prejudicando diretamente seu desempenho financeiro. O escândalo foi deflagrado em março de 2017 e teve origem na investigação de denúncias de corrupção em companhias do setor frigorífico, apontando diretamente as empresas BRF e JBS, com 63 pessoas acusadas de organização criminosa, envolvendo executivos das duas empresas (Brandt et al., 2017).

Além dessas empresas, o estudo considerou também algumas empresas de energia elétrica que tiveram resultados financeiros negativos nos últimos 12 meses devido a uma decisão tomada pela ex-presidente da República, Dilma Vana Rousseff, em 2013, de reduzir as tarifas de energia elétrica, gerando prejuízos às empresas, impacto que reflete até hoje em seus fluxos financeiros. Como exceção, destacam-se AES Eletropaulo, CPFL Energia e Engie Brasil. As demais empresas apresentaram alguns indicadores negativos.

Dessa forma, pode-se afirmar que os resultados negativos nos indicadores financeiros verificados nas empresas selecionadas, em sua grande maioria, foram gerados por fatores externos, com exceção da CCX Carvão, que apresentou falhas de governança por parte de seu fundador, conforme dados pesquisados e citados no estudo. Portanto, tais resultados não podem ser atribuídos a falhas na estrutura do conselho nem diretamente relacionados a descredítos por falha administrativa, visto que as demais empresas não envolvidas em eventos externos adversos apresentaram indicadores financeiros positivos nos últimos 12 meses.

A pesquisa também considerou que o indicador de Liquidez Corrente pode estar abaixo do esperado por estratégias de longo prazo das empresas, nas quais há comprometimento temporário da liquidez no curto prazo a fim de obterem bons resultados no longo prazo, prática muito comum em empresas que realizam grandes investimentos.

Mediante tais resultados, verifica-se que a emissão do relato integrado e a listagem no segmento Novo Mercado podem representar vantagem para as empresas no que diz respeito à geração de valor. Embora a comparação da pesquisa não tenha identificado semelhanças diretas na estrutura do conselho entre as empresas selecionadas, tanto listadas quanto não listadas nesse segmento da B3, observa-se a presença de condutas administrativas e boas práticas de governança corporativa semelhantes, principalmente no aspecto de transparência, fator que pode influenciar resultados financeiros e a credibilidade dos investidores.

CONCLUSÃO

A pesquisa concluiu que a estrutura de conselho entre empresas que emitem relato integrado e que estão listadas no segmento Novo Mercado é semelhante, possivelmente em razão das exigências da B3, embora existam aspectos peculiares, como forte tendência para a presença de mulheres no conselho e representação de acionistas minoritários. As empresas não listadas nesse segmento, por sua vez, não apresentam a mesma característica predominante na estrutura do conselho, embora pratiquem o relato integrado, que pode ser visto como um diferencial nas boas práticas de governança corporativa, podendo influenciar indicadores financeiros, hipótese que permanece como proposta para pesquisas futuras. O estudo verificou que existem 18 empresas que praticam o relato integrado no mercado de capitais, número considerado inexpressivo diante do universo de companhias listadas na B3.

É possível notar que ainda não há ampla preocupação das empresas em aderir ao nível máximo de governança corporativa, porém observa-se que a maioria das que praticam o relato integrado integra o segmento Novo Mercado.

Com base nos dados coletados e analisados, das 18 empresas emissoras de relato integrado, 66,67% estão listadas no segmento Novo Mercado, o que indica que a emissão do relato integrado e a listagem nesse segmento podem ser diretamente proporcionais.

Os 33,33% restantes, embora não apresentem semelhanças predominantes na estrutura do conselho, como percentual mínimo de 20% de conselheiros independentes, representantes de acionistas minoritários e presença de mulheres não pertencentes à família dos fundadores, apresentaram resultados financeiros semelhantes nos últimos 12 meses, o que pode indicar que a prática do relato integrado também pode ter relação com desempenho financeiro, hipótese sugerida como tema para pesquisas futuras.

Mesmo quando considerados os casos de resultados financeiros negativos, a pesquisa entende que essas empresas não devem ser tomadas como parâmetro comparativo para a relação entre estrutura do conselho e relato integrado, pois verificou-se que tais desempenhos foram causados, em sua maioria, por pressões e fatores externos (políticos e econômicos), exceto no caso da empresa CCX Carvão.

Portanto, conclui-se que, embora a estrutura de conselho entre empresas emissoras de relato integrado, listadas ou não no Novo Mercado, não seja necessariamente semelhante, elas se aproximam na linha administrativa, em especial no que diz respeito à transparência e à adoção de boas práticas de governança corporativa.

Este estudo contribui com a compreensão do cenário da governança corporativa em organizações que integram a listagem na B3 e usam o relato integrado, a partir da análise de dados secundários.

Como limitação, o estudo limitou-se a levantar e comparar apenas as estruturas de conselho e os indicadores de liquidez e rentabilidade dos últimos 12 meses, sem aprofundar o mérito de verificar a influência direta da estrutura do conselho ou da emissão do relato integrado sobre os resultados financeiros, lacuna que se propõe a investigações futuras. A pesquisa também se limitou ao recorte temporal de 12 meses em razão da composição relativamente recente dos conselhos de administração, conforme já indicado nos procedimentos metodológicos, assumindo a continuidade dessa investigação como proposta futura.

REFERÊNCIAS

- ABHILASH, A.; SHENOY, S.; SHETTY, D. Overview of Corporate Governance Research in India: A Bibliometric Analysis. **Cogent Business & Management**, v. 10, n. 1, 2182361, 2023. DOI: 10.1080/23311975.2023.2182361.
- ADAMS, C. A. The International Integrated Reporting Council: a call to action. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 27, p. 23-28, 2015. DOI: doi.org/10.1016/j.cpa.2014.07.001.
- ANDERSON, R.; MANSI, S.; REEB, D. Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 3, p. 315-342, 2004. DOI: 10.1016/j.jacceco.2004.01.004.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2020.
- B3. **Novo Mercado**, 2024. Disponível em: B3. Acesso em: 4 dez. 2025.
- BALDENIUS, T.; MELUMAD, N.; MENG, X. Board Composition and CEO Power. **Journal of Financial Economics**, v. 112, n. 1, p. 53-68, 2014. DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.10.004.
- BRANDT, R.; AFFONSO, J.; VASSALO, L.; MACEDO, F. **PF indica 63 da Carne Fraca, entre eles executivos da BRF e JBS**. 2017. Disponível em: <http://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/policia-federal-indicia-alvos-da-carne-fraca-entre-eles-homens-da-brf-e-jbs/>. Acesso em: 04 dez. 2025.
- BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Presidência da República. Brasília, DF, 1976. Atualizada e consolidada. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 28 nov. 2025.
- BRATTON, W. W.; MCCAHERY, J. A. Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference. **Columbia Journal of Transnational Law**, v. 38, n. 2. 1999. DOI: 10.2139/ssrn.205455.
- CHARREAUX, G.; DESBRIÈRES, P. Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contrevaleur actionnariale. **Finance-Contrôle-Stratégie**, v. 1, n. 2, p. 57-88, 1998.
- COLES, J. L.; DANIEL, N. D.; NAVNEEN, L. Boards: Does One Size Fit All? **Journal of Financial Economics**, v. 87,

n. 2, p. 329-356, 2008. DOI:10.1016/j.jfineco.2006.08.008.

ECONOMATICA. **Banco de dados para análise de investimentos**. 2017. Disponível em: <https://www.economatica.com/>. Acesso em: 03 dez. 2025.

FERNANDES, G. U., SCHIAVI, G. S.; MOMO, F. D. Influência dos motivadores de legitimidade social nas estratégias de divulgação de informações contábeis relacionadas à Environmental, Social and Governance (ESG) das empresas do ramo de mineração. In: Congresso de Contabilidade da UFRGS, 6, 2024. **Anais...** Porto Alegre, RS: PPGCONT/UFRGS, 2024.

FERREIRA, T. S. V.; MARTINS, O. S. Relato integrado e criação de valor para os acionistas: evidências internacionais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 35, e1896, 2024. DOI: 10.1590/1808-057x20241896.pt.

FREITAS, M. R. de O.; PEREIRA, G. M.; VASCONCELOS, A. C. de.; LUCA, M. M. M. de. Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. **Revista de Administração de Empresas**, v. 60, n. 5, p. 322-335, 2020. DOI: 10.1590/s0034-759020200503.

GOUVÊA, A.; WONG, R. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil**. ECGI, 2017. Disponível em: http://www.ecgi.org/codes/documents/Kf_mck_governan.pdf. Acesso em: 04 dez. 2025.

GRÜN, R. Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 18, n. 52, p. 139-161, 2003. DOI: 10.1590/S0102-69092003000200008.

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 6. versão, 2023. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 04 dez. 2025.

IIRC. **The International IR Framework**. International Integrated Reporting Council, 2023. Disponível em: <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-Portuguese-final-1.pdf>. Acesso em: 23 jun. 2023.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.

KALLENBACH, L. M.; RIBEIRO, C. D. M.; LEPSCH, M. A. S. Relato integrado no setor público: uma análise dos relatórios de gestão do conselho federal de contabilidade. **Pensar Contábil**, v. 24, n. 86, 2023.

KASSAI, J. R.; CARVALHO, L. N. Relato integrado: a próxima revolução contábil. In: Encontro Internacional sobre Gestão Empresarial e Meio Ambiente. **Anais...** São Paulo, 2017.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LIMA, A. A.; RIBEIRO, T. de L. S. Mapeamento do surgimento da temática corrupção na área de governança corporativa: uma revisão bibliométrica da literatura. **Revista de Governança Corporativa**, v. 11, e0143, 2024. DOI: 10.21434/IberoamericanJCG.v11.143.

LINCK, J.; NETTER, J.; YANG, T. The Determinants of Board Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2, p. 308-328, 2008. DOI: doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.004.

MARIA, S. C.; D'ANGELO, M. J.; BORGERTH, V. M. da C. Lacunas de engajamento e utilização do relato integrado no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 33, n. 88, p. 63-80, 2021. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/193085>. Acesso em: 19 jun. 2024. DOI: 10.1590/1808-057x202112040.

MEDEIROS, L. O caso Petrobras e a necessidade de reencontrar os fundamentos da governança corporativa no Brasil. **Revista RI**, n. 191, 2017. Disponível em: <http://www.revistari.com.br/191/944>. Acesso em: 04 dez. 2025.

MÔNACO, D. C. **Estudo da composição dos conselhos de administração e instrumentos de controle das sociedades por ações no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2000.

NELSON, J. Corporate Social Responsibility: Emerging Good Practice for a New Era. **OECD Observer**, n.

299, p. 9-10, 2014. Disponível em: http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-observer_15615529. Acesso em: 04 dez. 2025.

PARRAT, F. **Le gouvernement d'entreprise: ce qui a déjà changé ce qui va encore évoluer**. Paris: Economica, 1999.

PHAM, M.; KALEV, P. S.; STEEN, A. B. Underpricing. Stock Allocation, Ownership Structure and Post-Listing Liquidity of Newly listed Firms. **Journal of Banking and Finance**, v. 27, p. 919-947, 2003. DOI: doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00241-8.

ROCHA, B. C. G. da; ALVES, C. A. de M.; ABIB, G.; COELHO JUNIOR, F. A. Fatores inibidores e facilitadores à implementação da gestão de riscos em órgão do Ministério da Justiça e Segurança Pública. **Revista de Ciências da Administração**, v. 26, n. 66, p. 1-26, 2024. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2024.e90226>.

SCHWARTZ-ZIV, M.; WEISBACH, M. What Do Boards Really Do? Evidence From Minutes of Board Meetings. **Journal of Financial Economics**, v. 108, n. 2, p. 349-366, 2013. DOI: doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.011.

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Rev. Adm. Empres.**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2017. DOI: doi.org/10.1590/S0034-75902003000300005.

SIGOLLO, W.; CASTRO, M. L.; KANITZ, S.; KITZ, D.; KITZ, M.; TRAJANO, L. Sua Excelência, a mulher. **Revista Conselho Regional de Administração de São Paulo (CRA-SP)**, 273 Ed., ano 32, 2008.

TCU. **Relato integrado**. Portal TCU, 2021. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/contas/contas-e-relatorios-de-gestao/prestacao-de-contas/relato-integrado.htm>. Acesso em: 23 out. 2024.

TOMÉ, M. B. F. S. **O relato integrado e a responsabilidade social da empresa no contexto da economia social**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Finanças) - Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. Portugal, 2014.

YEH, Y. H.; SHU, P. G.; GUO, R. J. Ownership Structure and IPO Valuation - Evidence from Taiwan. **Financial Management**, v. 37, n. 2, p. 141-161, 2008. DOI: doi.org/10.1111/j.1755-053X.2008.00007.x.