

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
Curso de Graduação em Ciências Contábeis

JOÃO PEDRO CÔRTEZ TAVARES

ESTUDO SOBRE O IMPACTO DA MIGRAÇÃO ENTRE NÍVEIS DIFERENCIADOS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA NO VALOR DAS AÇÕES NO MERCADO DE
CAPITAIS NO PERÍODO 2006-2021

Rio de Janeiro

2022

CIP - Catalogação na Publicação

C828e Cortes Tavares, João Pedro
ESTUDO SOBRE O IMPACTO DA MIGRAÇÃO ENTRE NÍVEIS
DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO VALOR
DAS AÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS NO PERÍODO 2006
2021 / João Pedro Cortes Tavares. -- Rio de
Janeiro, 2022.
30 f.

Orientador: Jose Augusto Veiga da Costa Marques.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
de Administração e Ciências Contábeis, Bacharel em
Ciências Contábeis, 2022.

1. Governança Corporativa. 2. Ações. 3. Mercado de
Capitais. 4. Migração entre níveis diferenciados de
governança corporativa. 5. NDGC. I. Veiga da Costa
Marques, Jose Augusto, orient. II. Título.

JOÃO PEDRO CÔRTEZ TAVARES

ESTUDO SOBRE O IMPACTO DA MIGRAÇÃO ENTRE NÍVEIS DIFERENCIADOS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA NO VALOR DAS AÇÕES NO MERCADO DE
CAPITAIS NO PERÍODO 2006-2021

Monografia de Conclusão de Curso apresentada ao Curso de
Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do
Rio de Janeiro, como requisito parcial à obtenção do título de
bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. José Augusto Veiga da Costa Marques

Rio de Janeiro

2022

JOÃO PEDRO CÔRTEZ TAVARES

ESTUDO SOBRE O IMPACTO DA MIGRAÇÃO ENTRE NÍVEIS DIFERENCIADOS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA NO VALOR DAS AÇÕES NO MERCADO DE
CAPITAIS NO PERÍODO 2006-2021

Monografia de Conclusão de Curso apresentada ao Curso de
Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do
Rio de Janeiro, como requisito parcial à obtenção do título de
bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovado em 12 de agosto de 2022.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Jose Augusto Veiga da Costa Marques - UFRJ

Orientador

Prof. MSC Anderson Monteiro de Andrade – Doutorando em Contabilidade pela UFRJ

Avaliador

Prof. MSc Francisco Teixeira Raeder – Doutorando em Economia pela UFF

Avaliador

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Níveis de eficiência no mercado

Quadro 2 – Comparativo dos segmentos de listagem (NDGC)

Quadro 3 – Listagem de empresas selecionadas

Quadro 4 – Descrição das variáveis

Quadro 5 – Estatísticas descritivas da amostra completa

Quadro 6 – Estatísticas descritivas das empresas listadas no Novo Mercado

Quadro 7 – Resultados Econométricos

RESUMO

O mercado de capitais brasileiro sofreu expressivo impacto desde a implementação dos recentes padrões contábeis internacionais, que exigiram novos critérios de avaliação dos títulos emitidos pelas companhias listadas na bolsa de valores. Em adição, com os avanços da tecnologia nas bolsas ao redor do mundo, a Governança Corporativa (GC) se tornou uma sólida aliada dos investidores nos quesitos transparência e segurança. Em 1999 o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), criou o primeiro Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa e, no ano seguinte, passou a implementar o conceito de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), criando o nível 1 (N1), nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), cada qual com crescentes níveis de exigências. Os pilares desse novo conceito de gestão são: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. O objetivo desse estudo consiste em avaliar se a migração entre NDGC causou efeitos no valor de mercado e indicadores de desempenho das companhias aderentes no período 2006-2021. A pesquisa contribui no sentido de motivar as organizações a tomarem medidas mais transparentes, a fim de passarem segurança a seus investidores. O trabalho conta com uma amostra de 23 empresas que migraram entre níveis de GC no período 2006-2021, ao passo que o método estatístico mais adequado para a análise dos dados foi a regressão múltipla do tipo mínimos quadrados ordinários. Foram consideradas cinco variáveis), sendo elas: preço da ação (dependente), endividamento, retorno, liquidez e presença da pandemia. As ‘dummies’ foram inseridas para sinalizar as migrações entre os níveis de GC. O nível de significância foi de 1%. Após análise dos dados, constatou-se uma relação positiva entre o preço da ação, o endividamento geral e o ROA, ou seja, quanto mais elevado o nível de GC, maior o valor dessas variáveis. Além disso, foi encontrada uma relação inversa significativa para a variável liquidez corrente, o que representa que quanto menor for o índice de liquidez da empresa, maior o nível de governança e, conseqüentemente, seu valor de mercado. Não se pode precisar a relação efeito da pandemia, pelo fato de ter afetado o mercado como um todo.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Ações, Mercado de Capitais, Migração entre NDGC, Teoria da Agência, HME, IBGC

1. INTRODUÇÃO

1.1 - Contextualização

A prática da Governança Corporativa (GC) iniciou no Brasil a partir dos anos 2000 e possui como foco gerar credibilidade e melhorar a imagem institucional da empresa perante seus investidores. Um conselho de administração ativo e efetivo, uma gestão financeira responsável, auditores céticos e independentes, e autoridades regulatórias atentas têm responsabilidade de proteger aqueles que investem recursos em títulos de companhias abertas. A governança corporativa efetiva do processo de divulgação financeira é uma ferramenta importante para capacitar companhias e auditores a cumprir suas responsabilidades. (LANZANA, 2004)

A prática de boa governança nas instituições aparece como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa, minimizar a assimetria de informação existente entre administradores e proprietários e fazer com que os acionistas que não pertencem ao bloco de controle possam reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia. (VIEIRA, MENDES, 2004)

A finalidade principal da GC consiste em transmitir credibilidade aos investidores e garantir que a companhia tenha longevidade no setor através de suas boas práticas de mercado. Existem três níveis de governança: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, cada qual com seus respectivos graus de exigência. Durante o período de 2001 a 2005, mais de 61 empresas brasileiras tomaram a decisão de listar-se nos níveis de GC da BOVESPA. Implantados em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA, atual B3). Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. (PROCIANOY, VERDI, 2009)

Após escândalos como Enron, Arthur Andersen, World Com e Parmalat, dentre outros, tornou-se necessária uma maior fiscalização por parte dos órgãos reguladores, tais como Securities and Exchange Commission (SEC) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Por parte da SEC, a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), criada em 2002, foi a grande reguladora do mercado financeiro norte americano atual. Já por parte da CVM, as mudanças na lei 6.404/76 promovidas pela Lei 11.638/07, foram responsáveis pela atualização do mercado financeiro no Brasil e a adesão às normas do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). Esse raciocínio tem como base o fato de que um modelo de gestão que prioriza a transparência e a confiabilidade na relação entre a administração e a propriedade é capaz de promover resultados favoráveis para a empresa.

A CVM (2002, p. 1) assim se pronuncia: “companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos”.

Batistella *et al.* (2004, p. 13) concluíram que o ingresso das empresas no nível de Novo Mercado não contribuiu significativamente para o aumento do preço das ações das empresas. Apesar de citarem o Novo Mercado, os autores (2004) analisaram a adesão a todos os níveis de GC, encontrando resultados similares.

Da mesma maneira, Camargos e Barbosa (2006, p. 8) ponderam que a adesão aos níveis de governança não resulta em maior valorização acionária e o aumento de liquidez esperada, apesar de admitirem que possuem possíveis resultados viesados em razão da metodologia adotada, ao tamanho da amostra e janela escolhida para a pesquisa no emprego de estudo de evento.

Por outro lado, segundo Antonelli (2014, p. 4), “seus resultados indicaram que se deve rejeitar a hipótese de que a adesão ou a migração aos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) não influenciam a valorização dos títulos das empresas”. Esses resultados corroboram a pesquisa de Florencio *et al.* (2020, p. 14), na qual “as práticas de governança corporativa, representadas pelos níveis diferenciados, revelaram relação positiva com o desempenho das ações”.

Pela dificuldade em determinar os efeitos da adesão aos NDGC no valor das companhias, em razão dos resultados controversos dos mencionados estudos, busca-se uma atualização que avalie aquele impacto nas ações pós efetivação da migração entre níveis de GC. Desse modo, este trabalho pretende contribuir para essa análise, através da técnica estatística de regressão múltipla do tipo mínimos quadrados ordinários e busca responder à seguinte questão: quais os efeitos no valor de mercado das companhias que migraram em seu nível de governança corporativa no período 2006-2021?

1.2 – Objetivos do Estudo

Esse estudo tem como objetivo analisar como a migração entre níveis de Governança Corporativa impactou o valor das ações das companhias no período de 2006 a 2021. Em adição, foram incluídos ao modelo indicadores de liquidez, endividamento e retorno durante a migração. A variação no valor das cotações, positiva ou não, será medida por meio da técnica estatística denominada regressão múltipla do tipo mínimos quadrados ordinários, conforme detalhado na metodologia.

1.3 – Justificativas da Pesquisa

A presença de evidências que associem o risco do investimento e o nível informacional das organizações constitui um fator relevante de incentivo na manutenção do ritmo de crescimento do mercado de ações no Brasil. De outra forma, estudos que buscam identificar o impacto positivo de uma gestão transparente incentivam essa prática em outras empresas, contribuindo para a disseminação ética dos negócios. (GELATTI BACKES, 2009)

No período entre 2006 a 2021, 23 empresas migraram entre níveis de Governança Corporativa, segundo dados extraídos no site da Bovespa (B3), e esta pesquisa torna-se oportuna, de maneira a incentivar outras empresas a adotarem normas e práticas mais transparentes para o mercado e seus investidores. A expectativa é de que os resultados contribuam para rever os efeitos da qualidade da informação no sentido do fortalecimento do mercado acionário brasileiro.

Estudos teóricos e empíricos mostram que a presença de um sistema legal que permite a extração de benefícios privados advindos do controle prejudica o desenvolvimento do mercado de capitais, na medida em que a extração desses benefícios possui efeitos reais sobre o investimento, o custo de capital, o retorno das ações e o crescimento da empresa (Michalischen, 2008).

1.4 – Delimitação e Estrutura do Trabalho

A pesquisa delimita-se às companhias que migraram entre níveis de Governança Corporativa (Tradicional, Bovespa Mais N2, Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado). Não serão verificadas situações nas quais a companhia não classificada num desses níveis passou a integrar um deles. Em muitas situações as empresas abriram seus capitais e migraram, diretamente, para o Novo Mercado, porém esses casos não foram considerados. O período abrangido inicia em 2006 e termina em 2021.

Este trabalho está estruturado da seguinte forma. Nesta primeira seção serão expostos o problema, objetivo e justificativas. Na segunda seção será apresentada a revisão de literatura, além dos conceitos de Hipótese do Mercado Eficiente, Teoria da Agência e Governança Corporativa, finalizando com Estudos Recentes inerentes. Na terceira seção, serão abordados os procedimentos metodológicos, como a amostra, coleta de dados, variáveis e tratamento estatístico. Em seguida serão revelados os resultados encontrados, finalizando na

quinta seção com uma síntese dos principais resultados, limitações da pesquisa e recomendações para novos estudos.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Esta seção está dividida em três partes. A primeira busca explicar a Hipótese do Mercado Eficiente, relacionando-a com um Pronunciamento Técnico recente e finaliza com o conceito de Teoria da Agência. A segunda parte trata do conceito de governança corporativa, seus Níveis Diferenciados (NDGC) e sua relevância no mercado brasileiro e internacional. A terceira e última parte, trata de Estudos Recentes relacionados ao tema proposto nesta pesquisa, trazendo evidências empíricas, dados e conclusões de artigos que tiveram o mesmo foco, mesmo com resultados contraditórios.

2.1 – Hipótese do Mercado Eficiente e Teoria da Agência

De acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2) (2019), o objetivo do relatório financeiro para fins gerais é fornecer informações financeiras sobre a entidade que reporta que sejam úteis para investidores, credores por empréstimos e outros credores, existentes e potenciais, na tomada de decisões referentes à oferta de recursos à entidade. A divulgação realizada por meio da publicação de informações financeiras pode ser definida como sendo a apresentação necessária para o funcionamento ótimo de mercados eficientes de capitais (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 511).

Seguindo essa linha de raciocínio, Yamamoto e Salotti (2006) defendem também que a informação contábil deve ser eficiente para ajudar a tomada de decisão dos seus usuários, e precisa possuir características qualitativas que permita-os avaliar a alocação de seus recursos financeiros (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

Para que a informação seja eficiente, ela deve estar inserida em um mercado também eficiente, cuja definição é explicada pela Hipótese de Mercado Eficiente (HME). Segundo Camargos e Barbosa (2003) um mercado de capitais eficiente pressupõe que as informações atendam às exigências legais e às expectativas dos seus participantes, de modo que uma nova informação seja absorvida de maneira rápida, com o consequente ajuste nos preços dos títulos.

Sobre a HME, Marques e Castro (2013, p. 111) afirmam que a teoria “está baseada na afirmação de que o preço de uma ação reflete as informações disponíveis a respeito da empresa que a emitiu e novas informações alterarão sua cotação”. Discorrendo sobre as condições da Hipótese de Mercado Eficiente, Cardoso e Nogueira (2008) afirmam que:

São três condições suficientes para o modelo teórico de um mercado eficiente: 1) não há custos de transação na negociação de títulos; 2) toda informação disponível está igualmente disponível a todos os participantes e sem qualquer custo; 3) todos os participantes do mercado possuem as mesmas expectativas em relação às implicações da informação disponível (CARDOSO; MARTINS, 2008 apud NOGUEIRA; ANGOTTI, 2011, p. 69).

Fazendo uma associação entre a HME e a Governança Corporativa, existe uma relação diretamente proporcional entre preço e transparência. Alguns autores analisaram as consequências entre a adoção de maiores níveis de *disclosure e GC*. Leuz e Verrecchia (2000) identificaram que as empresas que aderiram ao Neuer Markt apresentaram um menor *bid-ask spread* e um maior volume de negociação do que as demais empresas. Verrecchia (2001), inclusive, estabeleceu as bases para uma teoria da divulgação de informações.

No mercado brasileiro, De Carvalho (2003) e De Carvalho e Pennacchi (2007) avaliaram as consequências no valor das empresas que aderiram aos novos mercados da BOVESPA (atual B3). Esses autores encontraram que as empresas que aderiram aos novos mercados da BOVESPA durante os anos de 2001 a 2003 obtiveram um aumento no preço de suas ações (principalmente das ações preferenciais) e um aumento no volume de negociação (PROCIANOY, J.L.; VERDI, Rodrigo S., 2009).

Para FAMA (1970), existem 3 níveis de força na HME, conforme mostra o quadro a seguir.

Quadro 1 - Níveis de Eficiência do Mercado

Nível de Eficiência	Informação disponíveis	Descrição
Forte	informações de difícil acesso, pertencentes a um grupo restrito de agentes	Os preços refletem até mesmo as informações privadas, ou de acesso restrito
Semiforte	informações de acesso público	Os preços absorvem rapidamente as novas informações disponíveis
Fraco	o conjunto de informações disponíveis é apenas o de preços históricos	Os preços já refletem todo o conjunto histórico de informações

Fonte: (FAMA, 1970)

Além da Hipótese do Mercado Eficiente, Jensen e Meckling (1976), a associam à Teoria da Agência, um aspecto até então não abordado por outras teorias, que significa balancear o conflito de interesses entre os participantes de uma organização a fim de gerar resultados. Os autores focam nos problemas entre posse e controle (problemas de agência) e

nos custos inerentes ao processo (custos de agência), que acabam afetando a qualidade da informação, assimetrias, questões morais e outros assuntos. O objeto de estudo da Teoria da Agência diz respeito à falha de mercado ocasionada pela tendenciosidade nas tomadas de decisão do gestor. Logo, tornam-se necessários incentivos, sejam eles legais ou financeiros para a minimização dessas falhas. Nesse contexto, a Teoria da Agência busca determinar qual é o melhor incentivo para que esse problema seja solucionado e qual é a importância desses incentivos para a organização.

Portanto, enquanto a Hipótese do Mercado Eficiente desenvolvida por Fama (1970) teoriza sobre um mercado tão eficiente na disponibilização de informações a ponto de suprir as necessidades do usuário para tomada de decisão, a Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976) busca minimizar o impacto da tendenciosidade inerente ao ser-humano, alinhando interesses entre agente e acionista. Nesse contexto, o Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2) (2019) surge para requerer que as empresas que estiverem dispostas a permanecer em um mercado eficiente, divulguem suas informações financeiras de forma adequada para atender ao usuário, tais como as premissas da HME e, juntamente com leis anticorrupção (como a lei 12.846/2003 no Brasil, UKBA (*United Kingdom Bribery Act*, 2011, Reino Unido), FCPA (*Foreign Corrupt Practices Act*, 1977, Estados Unidos) e leis de aplicação da Governança Corporativa (*Sarbanes-Oxley*, 2002, Estados Unidos), sejam aplicadas sanções aos que infringirem os dispositivos da Lei, minimizando o problema principal da Teoria da Agência.

2.2 – Governança Corporativa

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle, e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum. (IBGC, 2022)

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002, p. 1) define GC como sendo “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. Para Silva (2006), o conceito de governança corporativa tem

como objetivo principal criar condições para uma organização mais racional, ética e pluralista na economia. (GELATTI BACKES, et al, 2009)

De acordo com Rocha (2017) a contabilidade hoje em dia gera inúmeras informações que são utilizadas por administradores, investidores, colaboradores em geral e o governo, sendo essencial para o bom desempenho das companhias. Lopes (2002, apud MARQUES; CASTRO, 2013) defende que a *information approach* (abordagem da informação) concebe à contabilidade o seu papel de fornecedora de informações para os agentes econômicos. Marques e Castro (2013) explicam que no final da década de 60 a Contabilidade passou da abordagem normativa para uma perspectiva com base na informação. Portanto, torna-se evidente que, com o passar dos anos, a Contabilidade passou a exercer uma função de informar não só os administradores e credores, mas também os acionistas e investidores interessados em aplicar seus recursos na companhia, utilizando as demonstrações que a empresa divulga, as quais retratam o desempenho da companhia no mercado em que seus títulos são negociados.

Quadro 2 – Comparativo dos segmentos de listagem

Comparativo dos segmentos de listagem							
	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (até 28/12/2017)	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Básico
Capital social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	25%	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões	25%	25%	Não há regra específica
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Não há regra específica	Não há regra específica	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra específica
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra específica	Não há regra específica	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela	Não há regra específica

Comparativo dos segmentos de listagem							
	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (até 28/12/2017)	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Básico
			(carência de 3 anos a partir da adesão)	obrigatórias determinadas divulgações.	(carência de 3 anos a partir da adesão)	mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	
Obrigação do conselho de administração	Não há regra específica	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica	Não há regra específica
Demonstrações financeiras em inglês, simultâneas à divulgação em português	Conforme legislação Não há regra específica	Conforme legislação Não há regra específica	Traduzidas para o inglês Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Conforme legislação Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e <i>press release</i> de resultados	Traduzidas para o inglês Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Conforme legislação Não há regra específica	Conforme legislação Não há regra específica
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa	Obrigatória (presencial)	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)	Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo

Comparativo dos segmentos de listagem							
	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (até 28/12/2017)	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Básico
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado Código de conduta (com conteúdo mínimo) Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra específica
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Saída do segmento/Oferta Pública de	Realização de OPA, no mínimo, pelo	Realização de OPA, no mínimo, pelo	Realização de OPA, no mínimo,	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do	Realização de OPA, no mínimo,	Não aplicável	Não aplicável

	Comparativo dos segmentos de listagem						
	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (até 28/12/2017)	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Básico
Aquisição de Ações (OPA)	valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social)	pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado		
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	Facultativa
Comitê de Auditoria	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições	Facultativo	Facultativo	Facultativo
Auditoria interna	Facultativa	Facultativa	Facultativa	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa	Facultativa	Facultativa
Compliance	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo	Facultativo	Facultativo

Fonte: Site B3 (2022)

No que diz respeito aos níveis de governança corporativa, cada um possui graus de exigências proporcionais (quadro 2).

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 1 tem como obrigações adicionais a complementação das Informações Trimestrais (ITRs) e das Informações Anuais (IANs) e a permanência de uma parcela mínima de 25% das ações em circulação no mercado. (PROCIANOY, J.L.; VERDI, Rodrigo S., 2009)

As Companhias de Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 2 tem como obrigações adicionais a divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou *US GAAP*, a manutenção de um Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros, mandato unificado de até 2 (dois) anos, e no mínimo 20% de conselheiros independentes. (PROCIANOY, J.L.; VERDI, Rodrigo S., 2009)

O Novo Mercado é um mercado voltado principalmente, mas não exclusivamente, a empresas que venham abrir capital na BOVESPA. A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Além disso, a companhia aberta participante do Novo mercado

deve atender a todas as medidas requeridas às empresas Nível 2 e, conseqüentemente, às de Nível 1. (PROCIANOY, J.L.; VERDI, Rodrigo S., 2009)

Lanzana (2004) afirma que quando uma empresa se compromete em fornecer informações de alta qualidade para o mercado, tem como consequência a redução do risco de o investidor perder capital, atraindo mais fundos para o mercado de capitais, aumentando a liquidez das ações. (LANZANA, 2004, p.14)

Silva (2006) reforça o exposto, ao entender que a boa governança corporativa ajuda a empresa a sinalizar ao mercado de que está disposta a evidenciar informações de forma mais justa aos participantes do mercado de capitais, transmitindo assim maior segurança aos investidores. O termo sinalização, como sugere Pindyck, e Rubinfeld (2002), é um processo em que a empresa envia sinais (transfere informações) aos compradores ou investidores, a respeito da qualidade do produto (ou ações). Uma das formas da empresa enviar sinais ao mercado pode ser por meio de seus comprometimentos, sua ética, sua responsabilidade e ações perante a sociedade e o mercado de capitais, ou seja, através de sua imagem institucional. (NAKAO, Sílvio Hiroshi apud NARDI, Paula Carolina Ciampaglia, 2008)

2.3 – Estudos Recentes

Diversos trabalhos analisaram os efeitos da migração do nível de governança corporativa sobre o comportamento das ações das empresas. Bastitella *et al.* (2004) verificaram os fatos motivadores da implementação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, sob a ótica da Bovespa; ressaltaram os requisitos necessários para a migração a cada um dos níveis do Novo Mercado; enfatizaram as vantagens dessa migração, tanto para empresas quanto para os investidores e avaliaram se as expectativas da Bovespa quanto às variáveis analisadas estavam sendo confirmadas. A pesquisa caracterizou-se como uma abordagem empírico-analítica e composta por 12 empresas de diversos segmentos, que migraram para o Nível 1 de governança corporativa (N1GC) com coletas semanais no sistema Economatica, totalizando 146 semanas, das quais 73 correspondiam às observações anteriores à implementação do N1GC e as outras 73 observações posteriores a esse evento. As observações anteriores ao evento corresponderam ao período de 04 de fevereiro de 2000 a 26 de junho de 2001, enquanto as observações posteriores abrangeram o período de 03 de julho de 2001 a 14 de novembro de 2002. O modelo estatístico utilizado foi o teste não-paramétrico de Wilcoxon. Considerando um nível de significância de 5%, o estudo chegou à conclusão de que as empresas que migraram para o N1GC não apresentaram mudanças significativas na quantidade média de ações negociadas

(Hipótese 1), não sofreram mudanças significativas no volume médio (em R\$) de ações negociadas (Hipótese 2), e, por fim, não apresentaram valorização significativa no preço médio de suas ações (Hipótese 3).

Já o estudo de Michalischen (2008) teve como objetivo analisar se o mercado atribui de fato algum valor à adesão voluntária das empresas às regras estabelecidas pelos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. O estudo buscou analisar três variáveis. São elas: a existência de algum efeito do anúncio ou da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança sobre o retorno das ações, seu volume de negociação e o prêmio de voto existente entre ações ordinárias e preferenciais. O impacto do anúncio e da migração no retorno e no volume foi analisado através de um sistema de equações aparentemente não relacionadas, que considera a correlação entre os termos de erro das variáveis. Enquanto o método estatístico escolhido para analisar o retorno das ações foi o estudo de evento. Por fim, a análise do impacto na variável prêmio de voto foi realizada através de um teste de diferença de média. A pesquisa foi caracterizada como quantitativa, com base em procedimentos estatísticos. A amostra inicial contemplou todas as empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança da Bovespa desde sua criação, em junho de 2001, até dezembro de 2007, com um total de 165 empresas. Foram desconsideradas empresas que fizeram IPO (Initial Public Offering) diretamente nos NDGC por falta de dados financeiros anteriores ao evento e *holdings*. Após todas as exclusões, a amostra final contou com 53 empresas. As datas de adesão aos níveis de governança corporativa foram coletadas através de anúncios em jornais de grande circulação, como Valor Econômico, Gazeta Mercantil e Folha de São Paulo. O estudo chegou à conclusão de que o mercado considera relevante o comprometimento voluntário das empresas de capital aberto que aderem a melhores práticas de governança corporativa e *disclosure* através da valorização de suas ações no momento em que a empresa anuncia sua adesão aos níveis diferenciados de governança da Bovespa. A valorização do comprometimento com as melhores práticas também pode ser observada através de uma procura maior pelos papéis dessas empresas, sendo esse aumento de volume mais significativo no momento da migração, possivelmente quando a maioria dos fundos que possuem restrições quanto ao nível de governança corporativa das empresas que compõem sua carteira passam a ter permissão para comprar tais ações. Em adição, considerando-se apenas a média das empresas que fizeram parte da amostra, a percepção de expropriação dos acionistas não controladores também tende a cair. Entretanto, embora os resultados sejam favoráveis às empresas que adotaram a prática da cartilha de governança, a autora reforça a

necessidade de uma análise mais detalhada de alguns aspectos relativos ao estudo, tais como a inclusão de outras variáveis de controle que estariam influenciando os resultados obtidos.

A pesquisa de Antonelli *et al.* (2014) teve como objetivo determinar a janela de evento que melhor explica a relação entre a adesão ou migração aos NDGC da BM&F Bovespa e a valorização das ações dessas empresas. A pesquisa foi classificada como quantitativa e o modelo estatístico escolhido foi o estudo de eventos e uma regressão *stepwise*. Os dados foram coletados na base Economática, 150 dias antes e 150 dias depois do evento. Foram analisados 69 casos, sendo eles 58 de adesão e 11 de migração durante o período de dezembro de 2000 a maio de 2010. A grande maioria dos casos foram adesões ao N1 (65%). Segundo os autores, foi possível estabelecer o tamanho ótimo da janela em que se verifica alteração significativa do preço da ação em relação ao evento divulgação da adesão ou migração aos níveis diferenciados de governança corporativa. Os resultados indicaram que se deve rejeitar a hipótese de que a adesão ou migração aos NDGC não influenciam a valorização dos títulos das empresas, pois foram encontrados efeitos significativos e aproximadamente uniformes em 49,3% dos casos. Nota-se ainda que o período para o qual se verifica maior incidência de retornos anormais é o que compreende os pregões anteriores à data do evento, em concordância com Batistella *et al.* (2004).

O estudo realizado por Nardi *et al.* (2016) teve por finalidade analisar o impacto da migração das empresas para os três níveis de governança corporativa sobre a liquidez das ações, ao passo que foram selecionados períodos anteriores à data de adesão e outro para depois dessa data. Na pesquisa foi utilizada uma amostra composta pelas ações da carteira do índice IBRX-100 na data de 30 de setembro de 2013. Este índice é composto pelas 100 ações mais negociadas da Bovespa de acordo com o índice de negociabilidade nos últimos 12 meses. Foram retiradas empresas repetidas, que possuíam mais de um tipo de ações negociadas e as ações de empresas financeiras e seguradoras, conforme classificação setorial do Economática. Sendo assim, a amostra final foi composta por 81 empresas brasileiras no período de 2 de janeiro de 2006 a 30 de dezembro de 2013. Trata-se de uma pesquisa descritiva e foi utilizado o método de regressão de dados em painel de efeitos fixos e com três proxies de liquidez. Os resultados encontrados pelos autores revelaram que não há aumento de liquidez para as empresas presentes nos níveis de governança corporativa. Portanto, aderir ou não aos níveis de governança apresenta-se indiferente ao mercado.

O trabalho de Marion *et al.* (2020), teve como objetivo identificar se houve impacto no retorno da ação das empresas que divulgaram o informe de governança baseado no código

brasileiro de governança corporativa. Para o entendimento dos resultados dessa publicação, é necessária uma breve contextualização. Segundo Marion *et al.* (2020), em novembro de 2016 foi aprovado o Código Brasileiro de Governança Corporativa e em junho de 2017 a CVM o incorporou ao seu conjunto de normas e regulações (ICVM 586). O código foi considerado um dos maiores avanços do mercado de capitais brasileiro, trazendo mais transparência e confiabilidade aos processos e na prestação de contas (*accountability*). A amostra utilizada contou com 95 companhias negociadas na B3 e os dados foram levantados na plataforma Economática. O método escolhido para a investigação foi o estudo de eventos, sendo o evento a publicação do informe. Como resultado, verificou-se que houve impacto no retorno das ações pós divulgação de fatos relevantes, interferindo no resultado da pesquisa, por estarem em datas próximas.

Por fim, o artigo de Florencio *et al.* (2020) teve como propósito analisar a relação entre governança corporativa e desempenho das ações das empresas do setor comercial listadas na B3, em um ambiente com e sem crise econômica. Tratou-se de uma pesquisa descritiva, com uma amostragem restrita as companhias do setor de comércio que mantiveram suas ações negociadas no período de 2015 a 2018, conforme classificação da B3 e da plataforma Comdinheiro. A amostra foi composta por 20 empresas e 319 observações. Como resultado, os autores concluíram que as práticas de governança corporativa, representadas pelos níveis diferenciados, apresentam relação positiva com o desempenho das ações. No entanto, não foi possível afirmar, como se esperava, que tais práticas mitigaram o efeito negativo da crise econômica sobre o desempenho.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Segundo Gil (2008), as pesquisas descritivas buscam estabelecer relações entre variáveis de determinada população ou fenômeno. Além disso, conta com a utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados, tal como a observação sistemática. Por isso, a pesquisa caracteriza-se como descritiva por não ter parcialidade, se tratar de um tema amplamente conhecido e discutido no mundo acadêmico e relacionar a migração entre Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o valor das ações através da análise de dados no sistema Economática.

Para Malhotra (2004), a pesquisa quantitativa “procura quantificar os dados e, normalmente aplica alguma forma de análise estatística”. Já para Raupp e Beuren (2003), as pesquisas quantitativas na contabilidade brasileira são recentes e apresentam grande

relevância para o universo acadêmico. Dito isso, a pesquisa caracteriza-se, também, como quantitativa por utilizar técnicas estatísticas para a interpretação dos dados e, empírica, por buscar relações entre variáveis amplamente conhecidas no mercado.

De acordo com Gil (2008), a pesquisa documental se trata de analisar documentos em primeira mão, ou seja, documentos extraídos diretamente da fonte (companhia, B3, CVM, IBGC etc.). Cabe ao pesquisador tratar os dados e fazer uma análise de acordo com o objeto de pesquisa. Portanto, no que se refere aos procedimentos, a pesquisa caracteriza-se como documental, pois serão obtidos documentos nos sítios de divulgação das próprias empresas e da BOVESPA (B3) e tratadas de forma independente e neutra.

3.1 – Universo e Amostra

Foram selecionadas 36 empresas que migraram entre níveis diferenciados de governança corporativa durante o período de 2006 a 2021, segundo dados da Bovespa. No entanto, foram excluídas as *holdings*, seguradoras e instituições financeiras, por se tratar de seguimentos com indicadores e análises específicos. Dito isso, a amostra final foi de 23 empresas elegíveis, conforme quadro a seguir.

Quadro 3 – Listagem de empresas selecionadas

Empresa	Data da adesão NDGC ao atual	Segmento	Data da adesão NDGC ao anterior	Segmento
ROSSI RESID	27/jan/06	NM	05/fev/03	N1
ETERNIT	17/ago/06	NM	02/mar/05	N2
WEG	22/jun/07	NM	26/jun/01	N1
IOCHP-MAXION	24/mar/08	NM	10/nov/05	N1
EQUATORIAL	23/abr/08	NM	03/abr/06	N2
ULTRAPAR	17/ago/11	NM	27/out/05	N1
PARANAPANEMA	15/fev/12	NM	03/dez/07	N1
COGNA	05/dez/12	NM	23/jul/07	N2
KLABIN S/A	09/jan/14	N2	10/dez/02	N1
SINQIA	17/ago/17	NM	10/mai/12	MA
VULCABRAS	26/out/17	NM		Básico
SUZANO	10/nov/17	NM	05/ago/04	N1
VALE	22/dez/17	NM	12/dez/03	N1
PETROBRAS	14/mai/18	N2		Básico
NEOENERGIA	01/jul/19	NM		Básico
PRINER	17/fev/20	NM	24/nov/17	MA
IRANI	14/dez/20	NM	01/jan/10	Básico
AES TIETE E	29/mar/21	Básico	04/jan/16	N2

PADTEC	10/mai/21	NM	01/jan/10	Básico
DASA	23/jun/21	NM	19/nov/04	Básico
NORTCQUIMICA	24/jun/21	Básico	28/mai/13	MA
SMART FIT	14/jul/21	NM	26/fev/18	MA N2
CEEE-D	18/ago/21	Básico	23/dez/10	N1

Fonte: Elaboração própria.

Para cada uma das 23 empresas, foram coletadas informações referentes às cotações de suas ações, dados das demonstrações financeiras, como Ativo Circulante, Ativo Não Circulante, Ativo Total, Passivo Circulante, Passivo Não Circulante e Patrimônio Líquido, e dados de resultado, como o Lucro Líquido (ou Prejuízo Líquido). Em termos de horizonte temporal, foi utilizada a data de referência de 31 de dezembro de cada ano (2006 até 2021). Para a montagem da base de dados, foi utilizada a plataforma Economática®, durante o mês de julho de 2022.

De posse das informações, foram construídas as variáveis, que são apresentadas no Quadro 4, a seguir.

Quadro 4 – Descrição das variáveis

Variável	Descrição	Tipo
Preço	Preço da ação no dia 31 de dezembro de cada ano	Dependente
Endividamento	Variável de Endividamento $\frac{[(\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}) / \text{Patrimônio Líquido}]$	Independente
Liquidez	Variável de Liquidez $(\text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante})$	Independente
ROA	Variável de Retorno sobre o Ativo $(\text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total})$	Independente
NM	Variável binária (<i>dummy</i>) Assume valor igual a 1 nos anos em que a empresa estava listada no Novo Mercado e 0, caso contrário	Independente
N1	Variável binária (<i>dummy</i>) Assume valor igual a 1 nos anos em que a empresa estava listada no Nível 1 e 0, caso contrário	Independente

N2	Variável binária (<i>dummy</i>) Assume valor igual a 1 nos anos em que a empresa estava listada no Nível 2 e 0, caso contrário	Independente
Covid	Variável binária (<i>dummy</i>) Assume valor igual a 1 nos anos de pandemia de covid-19 (2020 e 2021) e 0, caso contrário	Independente
Nota: a seleção das variáveis foi fundamentada nos trabalhos de Collet e Hrasky (2005), Haque et al (2011), Liao (2015), Marques et al (2015) e Manu et al (2019)		

Fonte: Elaboração própria.

Em relação às variáveis, preço da ação é a variável explicativa pois é sobre ela que recai o interesse principal da pesquisa: verificar como se modifica o valor de mercado com a adesão aos diferentes níveis de Governança Corporativa. Por sua vez, as variáveis binárias NM, N1 e N2 captam justamente os níveis de GC. Em se tratando das variáveis de endividamento, liquidez e retorno, estas servem como variáveis de controle. Também funciona como controle a *dummy* Covid. Tendo em vista os inúmeros *circuit breakers*¹ ocorridos após a declaração da pandemia pela Organização Mundial da Saúde (OMS), é importante captar os efeitos da covid-19 no valor de mercado das empresas para que os resultados sejam mais adequados à realidade, já que houve uma queda generalizada nos mercados globais.

3.2. Modelo Econométrico

Para verificar a existência de uma relação linear entre o valor de mercado das empresas (refletida no preço das ações) e os diferentes níveis de Governança Corporativa, é utilizado um modelo de regressão linear múltipla, tal como apresentado na Equação (1) a seguir:

$$Preço_{it} = \beta_0 + \beta_1 Endividamento_{it} + \beta_2 Liquidez_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 NM_{it} + \beta_5 N1_{it} + \beta_6 N2_{it} + \beta_7 Covid_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

¹ *Circuit breaker* é um mecanismo da bolsa de valores que foi projetado para proteger os investidores quando há muitas vendas, ocasionando quedas bruscas nos preços dos ativos negociados. O mecanismo atua por meio de critérios pré-estabelecidos, que determinam a paralisação do pregão por um tempo determinado quando a queda do dia atinge certo patamar percentual. Na Bolsa de Valores de São Paulo, a B3, o primeiro desses critérios (chamado de estágio I) ocorre quando o Ibovespa desvaloriza 10% em relação ao índice que fechou o dia anterior. Nesse caso, as negociações são interrompidas por 30 minutos. Para mais informações, consultar: <https://riconnect.rico.com.vc/blog/circuit-breaker>.

em que: o subscrito i se refere à unidade observacional, ou seja, as 23 empresas que compõem a amostra; o subscrito t se refere o tempo, em anos, no horizonte de 2006 até 2021; os β s são os parâmetros a serem estimados via mínimos quadrados ordinários; e ε representa o termo de erro aleatório.

A partir dos coeficientes estimados, a etapa seguinte consiste em fazer uma análise dos sinais para cada variável com o objetivo de identificar as relações positivas (diretas) ou negativas (inversas) entre as variáveis independentes e dependente. Em termos de significância estatística, o nível máximo considerado é de 10% (p-valor igual a 0,10).

Sendo assim, como hipóteses preliminares, espera-se encontrar relações positivas entre os níveis de CG e o valor de mercado das empresas. Em termos práticos:

$$H_0: \beta_4, \beta_5, \beta_6 > 0$$

Por fim, foram realizados os testes de heterocedasticidade, homo cedasticidade e colinearidade, ao passo que utilizados procedimentos de correção quando oportunos, tais como o erros padrão robustos.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A apresentação e análise dos resultados está subdividida em duas partes. A primeira delas se refere a uma análise descritiva da base de dados. Por sua vez, a segunda etapa diz respeito à apresentação e interpretação dos resultados econométricos.

4.1. Estatísticas Descritivas

O Quadro 5, a seguir, mostra de maneira resumida algumas estatísticas descritivas da amostra completa.

Quadro 5 – Estatísticas descritivas da amostra completa

Estatística Descritiva	Preço	Endividamento	Liquidez	ROA
Média	26,981	1,321	9,416	-0,010
Mínimo	0,258	-138,109	0,000	-20,659

Máximo	500,846	110,501	1285,538	5,356
Desvio padrão	55,052	11,298	79,308	1,208

Fonte: Elaboração própria.

A análise das estatísticas descritivas é relevante para a detecção de algumas anomalias. A primeira delas se refere ao endividamento negativo. Para três empresas foram verificados casos em que os seus Patrimônios Líquidos foram negativos. No entanto, por se tratar de casos esporádicos em determinados períodos, as empresas foram mantidas na amostra, com o indicador equivalendo a 1,00. Outro dado que chama atenção é um retorno médio, verificado pelo ROA, negativo.

Também vale fazer uma comparação entre as estatísticas descritivas da amostra completa com as estatísticas descritivas somente das empresas que migraram para o nível mais alto de Governança Corporativa, isto é, as empresas que estão listadas no Novo Mercado. O Quadro 6 ilustra as estatísticas descritivas das empresas que migraram para o Novo Mercado

Quadro 6 – Estatísticas descritivas das empresas listadas no Novo Mercado

Estatística Descritiva	Preço	Endividamento	Liquidez	ROA
Média	29,76151	-0,07127	3,326538	0,069929
Mínimo	0,780375	-138,109	0,035025	-0,72642
Máximo	500,8455	32,51803	66,77082	0,288312
Desvio Padrão	65,64326	12,78132	7,795131	0,133369

Fonte: Elaboração própria.

Comparando os números apresentados nos Quadros 5 e 6, é possível verificar que, em média, o preço das ações listadas no Novo Mercado, bem como sua Liquidez e ROA, são mais altos. Ademais, nota-se um endividamento médio negativo. No entanto, cabe frisar que essa estatística descritiva em específico é fortemente influenciada por um *outlier*, que não sofreu tratamento específico para não reduzir a amostra. Também é importante deixar registrado que essa análise é apenas comparativa, sem a utilização de quaisquer testes de média. Apesar disso, é possível encontrar um indicativo preliminar que vai na direção da hipótese nula: no geral, empresas com níveis mais altos de GC tendem a apresentar maior valor de mercado, refletido no preço de suas ações.

4.2. Resultados Econométricos

Os resultados econométricos para a Equação (1) estão dispostos no Quadro 7. Cabe destacar que foram rodados dois modelos distintos, em que a especificação (A) considera a variável binária Covid, enquanto a (B), desconsidera a pandemia.

Quadro 7 – Resultados Econométricos

Variáveis	Especificação (A)	Especificação (B)
Constante	14,08752*** (2,282537)	13,85671*** (2,239868)
Endividamento	0,7902301 (0,6271088)	0,7910952 (0,6291684)
Liquidez	-0,5475943*** (0,1559581)	-0,5631597*** (0,1584008)
ROA	0,0665473 (0,2821173)	0,0685499 (0,2846118)
NM	18,77484*** (7,18379)	17,89373*** (6,194087)
N1	31,86868*** (9,082279)	32,00593*** (9,057815)
N2	-4,236875 (3,379289)	-5,315369* (2,787828)
Covid	-4,799055 (6,474297)	- -
Observações	270	270
Estatística F	5,25	4,90
Prob > F	0,000	0,000
R ²	0,073	0,072
Erros-padrão robustos entre parênteses		
*Estatisticamente significativo a 10%; **Estatisticamente significativo a 5%; ***Estatisticamente significativo a 1%		

Fonte: Elaboração própria.

Em primeiro lugar, cabe ressaltar que os resultados para os coeficientes estimados das especificações (A) e (B) são muito similares, o que indica robustez. Em segundo lugar, é importante mencionar que foram utilizados erros padrão robustos devido à presença de autocorrelação. Na ocorrência de autocorrelação, o estimador de Mínimos Quadrados Ordinários não possui variância mínima, ou seja, não é eficiente (Gujarati & Porter, 2011). Nesse sentido, é preciso aplicar medidas corretivas para o problema. A opção feita foi a utilização de erros-padrão robustos.

No que tange aos resultados, ficaram evidenciadas relações positivas (diretas) entre o Endividamento e o Preço e entre o retorno (ROA) e o Preço. Contudo, para todos os casos não foi detectada significância estatística. Por outro lado, nas duas especificações, constatou-se uma relação negativa (inversa) entre a Liquidez e o Preço. Não obstante, essa relação é significativa em termos estatísticos considerando um nível de 1%. Em termos práticos, significa dizer que empresas com menores índices de liquidez tendem a apresentar cotações mais elevadas para suas ações, ou seja, têm maiores valores de mercado.

Embora a análise das variáveis de controle seja importante, a ênfase maior deve recair sobre as variáveis que captam a Governança Corporativa. Tanto na especificação (A) quanto na especificação (B) foram encontrados indícios de relação direta entre os níveis de Novo Mercado (NM) e Nível 1 (N1) com o valor de mercado. Supondo uma empresa hipotética, nota-se que uma eventual migração para o Nível 1 traz um potencial de aumento de 31,68 no preço da sua ação, refletindo um aumento no valor de mercado. Caso essa empresa migrasse para o Novo Mercado, seriam adicionados mais 18,77 no preço. Esses resultados valem para a especificação (A) e são estatisticamente significativos a um nível de 1%. Para a especificação (B), os resultados também apresentam significância estatística a 1% e apresentam potencial de valorização da ação de 17,89 e 32,00 para a migração ao Novo Mercado e ao Nível 1, respectivamente.

Em se tratando da migração para o Nível 2, os sinais negativos das duas especificações são compatíveis com uma redução no preço das ações. Apesar de este resultado ir na direção contrária à preliminarmente esperada, cabe destacar que não há significância estatística. Ou seja, não há indícios de que o resultado seja estatisticamente diferente de zero.

No que tange à última variável, a *dummy* para Covid, nota-se que durante os anos de pandemia (2020 e 2021), houve uma queda no preço das ações. Consequentemente, também houve uma redução no valor de mercado das empresas. No entanto, não há significância estatística para esse coeficiente estimado.

Por fim, cabe destacar alguns pontos dos modelos. Ambas as especificações, (A) e (B) são significativas em termos globais, já que os p-valores associados às estatísticas F são iguais a zero. Considerando um nível de significância de 10%, tal qual considerado na análise de significância individual das variáveis, percebe-se um ajuste adequado para os modelos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo analisar o impacto da migração entre níveis de governança corporativa no preço das ações das companhias selecionadas usando a metodologia estatística de regressão linear múltipla. Procurou-se responder a seguinte pergunta: quais os efeitos no valor de mercado das companhias que migraram em seu nível de governança corporativa no período 2006-2021?

Para responder essa pergunta foi utilizado uma amostra de 23 empresas que se encaixavam nos parâmetros da pesquisa com as seguintes variáveis: preço da ação, endividamento, liquidez, ROA, N1, N2, NM e COVID usando o método estatístico de regressão linear múltipla. O preço da ação, variável explicativa e objeto de estudo desta pesquisa, apresentou relação direta nos testes estatísticos em relação à migração para níveis diferenciados de governança corporativa, respondendo assim, a pergunta principal da pesquisa e em concordância com os resultados encontrados no estudo de Michalischen (2008). Foi encontrado, também, uma relação direta entre as variáveis de controle (endividamento e ROA), ou seja, quanto maior o nível de governança corporativa, maior é o índice de endividamento e ROA da empresa. Além de uma relação inversa para a variável de liquidez, ou seja, empresas com o índice baixo de liquidez, possuem maior valor de mercado e, portanto, níveis elevados de governança corporativa. Nas 3 variáveis de controle (endividamento, ROA e liquidez) e na variável explicativa (preço), foram utilizados níveis de significância de 1%, tornando os achados significativamente expressivos estatisticamente.

Devido à especificidade do tema de pesquisa (migração entre níveis de GC), o estudo teve como principal limitação o tamanho da amostra. Dada as exclusões de setores específicos, evidenciado no item 3.1 – Universo e Amostra, sobraram apenas 23 empresas que se encaixavam nos parâmetros. Isso prejudicou, em parte, o tratamento de outliers e da inclusão de níveis de endividamento de 1, dada a presença de passivos a descoberto em raros momentos para determinadas companhias. Ademais, o cenário econômico ocasionado pela Covid-19 afetou de forma brusca o mercado mundial e, conseqüentemente, qualquer análise

de indicadores financeiros, sejam eles quantitativos ou qualitativos, feita baseada na Bolsa de Valores.

Dito isso, como sugestão para pesquisas subsequentes, recomenda-se a elaboração de análises com companhias em momento posterior à pandemia, com quocientes (variáveis) distintos que possuam os mesmos propósitos, de maneira a revisar estes resultados no tocante às migrações entre os níveis de governança corporativa.

REFERÊNCIAS

ANTONELLI, R.A.; JESUS, M.C.; CLEMENTE, Ademir; CHEROBIM, A.P.M.S.; SCHERER, L.M. A adesão ou migração aos níveis diferenciados de governança corporativa e a valorização acionária. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, UNEB, Salvador, v. 4, n. 1, p. 52-76, jan./abr., 2014

BACKES, Rosemary Gelatti; BIANCHI, Márcia; RATHKE, Verenise; GASSEN, Viviane Joseli Kruger. GOVERNANÇA CORPORATIVA E PERFORMANCE ORGANIZACIONAL: DESCRIÇÃO DE ESTUDOS SOBRE O TEMA. UEM – Paraná, v. 28, n. 2, p. 59-73, maio/agosto 2009.

BATISTELLA, F.D.; AGUIAR, A.B.; CORRAR, L.J. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *R. Adm.*, São Paulo, v.39, nº 4, p. 388-347, out./nov./dez., 2004.

BATISTELLA, F. D.; CORRAR, J. L.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. Retornos de Ações e Governança Corporativa: Um Estudo de Eventos. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4, 2004, São Paulo. Anais... São Paulo: FEA/USP, 2004.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC), criação de valor e liquidez: evidências empíricas. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO - ENEGEP, 16, 2006, Fortaleza. Anais... Rio de Janeiro: ABEPRO, 2006.

COELHO, Antonio Carlos Dias; CORRAR, Luiz João. Apropriação dos Resultados Corporativos aos Fatores Econômicos nas Empresas de Capital Aberto e de Capital Fechado

no Brasil: Evidências de Atributos Discriminatórios. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*. Vol. 3 – Nº 2 – jul./dez./2005 (27-36).

COLLETT, P.; HRASKY, S. (2005). Voluntary Disclosure of Corporate Governance Practices by Listed Australian Companies. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13(2), pp. 188-196, March.

FLORENCIO, Wiliel; BATISTA, F. B.; REIS, C. Q. Governança corporativa e desempenho das ações de empresas do setor comercial em ambiente de crise econômica. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, Florianópolis, SC, v. 19, p. 1-16, 2020.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. (2011). *Econometria Básica*. 5ª Edição. New York: Mc Graw Hill.

HAQUE, F.; ARUN, T. G.; KIRKPATRICK, C. (2011). Corporate governance and capital structure in developing countries: a case study of Bangladesh. *Applied Economics*, vol. 43(6), pp. 673-681.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

LANZANA, Ana Paula. *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004

LIAO, L.; MUKHERJEE, T.; WANG, W. (2015). Corporate Governance and Capital Structure Dynamics: an Empirical Study. *The Journal of Financial Research*, vol. XXXVIII, n. 2, pp. 169–191.

MALHOTRA, Naresh K. *Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada*. 4ª Ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

MANU, R. E.H. R.; ALHABSJI, T.; RAHAYU, S. M.; NUZULA, N. F. (2019). The Effect of Corporate Governance on Profitability, Capital Structure and Corporate Value. *Research Journal of Finance and Accounting*, vol.10, n. 8, pp. 202-214.

MARION, J. C.; SANTOS, N. M. B. F. dos; SILVA, C. L.; MINGONE, R. S. Divulgação do informe de governança corporativa (ICVM 586) e o impacto no retorno da ação. *Revista Científica Hermes*, n. 26, p. 56-76, jan.-abr. 2020.

MARQUES, V. A.; CASTRO, de. R. D. Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: evidências no mercado brasileiro. *Enfoque Reflexão Contábil*, Paraná, v. 32, n. 1, p. 109-124, janeiro/abril 2013.

MICHALISCHEN, Fernanda. Evidências da migração de empresas de capital aberto para os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa: um estudo de evento. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; NAKAO, Sílvio Hiroshi. Impacto da Entrada nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre a Imagem Institucional das Empresas. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, ISSN 0103-734X, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 19, n. 2, p. 85-111, abr./jun. 2008.

NARDI, P. C. C.; SILVA, R. L. M.; MARTINS, V.A.; FILHO, M.B. Os níveis de governança corporativa da BM&F Bovespa aumentam a liquidez das ações. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, v. 13, nº 3, julho/setembro 2016.

NOGUEIRA, K. G. F. de; ANGOTTI, M. Os efeitos da divulgação de impactos ambientais: um estudo de eventos em companhias petrolíferas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*. Florianópolis, v. 8, n. 16, p. 65-88, jul./dez., 2011.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo S.. Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 – Determinantes e Consequências. *Revista Brasileira de Finanças* 2009 Vol. 7, No. 1, pp. 107-136, ISSN 1679-0731

RAUPP, Fabiano Maury; BEUREN, Ilse Maria. Metodologia da pesquisa Aplicável às Ciências Sociais: Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade. Teoria e prática. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 2003.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista do BNDDES*, Rio de Janeiro, V. 11. N. 22, P. 103-122, dezembro 2004.

YAMAMOTO; M. M., SALOTTI; B. M., Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo, Atlas, 2006