Insper
Mestrado Profissional em Economia

Luciana Madjarof

O Impacto dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 no Valor de Mercado das Companhias

Professora orientadora: Adriana Bruscato Bortoluzzo

SÃO PAULO – SP
2018

RESUMO

O presente estudo propõe uma análise sobre o impacto da governança corporativa no valor das empresas negociadas na bolsa de valores brasileira, realizando uma comparação da capitalização de mercado e dos Q de Tobin das empresas que, em algum momento, passam a integrar ou mudam de Nível Diferenciado de Governança Corporativa da B3, antes e depois da ocorrência de tal evento, no período entre 2002 e 2017. Foi observado um aumento estatisticamente relevante no valor de mercado das empresas após migração ou adesão ao Novo Mercado, em se tratando da capitalização de mercado. Demonstrando o impacto financeiro positivo das boas práticas de governança no valor das companhias negociadas em bolsa, evidencia-se o benefício da governança ao acionista e o reconhecimento por parte do investidor de sua importância.

Palavras-chave: Governança corporativa; capitalização de mercado; Q de Tobin; Novo Mercado; B3.

ABSTRACT

This study investigates the impact of corporate governance on the market value of Brazilian stock exchange companies by comparing the market cap and Tobin´s Q of those which have someday, between 2002 and 2017, adhered or changed from differentiated levels of corporate governance from B3, before and after the occurrence of such event. A statistically significant increase in the market value of companies after migration or adherence to Novo Mercado was observed in the case of the market cap analysis. By demonstrating the positive financial impact of good governance practices on the value of publicly traded companies, the benefits to the shareholders and the recognition from investor of its importance gets evident.

Keywords: Corporate governance; market cap; Tobin´s Q; Novo Mercado; B3.

SUMÁRIO

SUMÁRIO **3**
1 SUMÁRIO EXECUTIVO **4**
2 INTRODUÇÃO **6**
3 REVISÃO DA LITERATURA **9**
4 METODOLOGIA **14**
4.1 Dados 14
4.2 Descrição das Variáveis 14
4.3 Modelo Estatístico 17
5 RESULTADOS **18**
6 CONCLUSÃO **24**
7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS **26**
ANEXO I **30**
ANEXO II **32**

1 SUMÁRIO EXECUTIVO

A pauta da governança corporativa ganha força após cada crise econômica. Ferramentas de controle para os *stakeholders* das companhias são demanda crescente, especialmente após esses momentos de crise. A boa governança corporativa apresenta algumas importantes ferramentas de controle para que a relação entre companhia e seus *stakeholders* seja a mais prolífica e alinhada possível.

Nos mercados emergentes, a presença da governança nas discussões sobre investimentos é ainda mais forte. Apesar de apresentarem oportunidades de investimento muito relevantes no contexto internacional, as constantes crises políticas e morais, escândalos de corrupção e instabilidades no geral geram um comportamento cauteloso do investidor.

A bolsa de valores brasileira, a B3 instituiu três níveis de governança corporativa, imputando a cada um desses níveis uma série de medidas obrigatórias para que as companhias possam neles negociar suas ações. São o Nível 1 de governança, o Nível 2 e o Novo Mercado, e existem ainda empresas que não se adequam a nenhum desses níveis. A passagem por todos os níveis não é obrigatória e uma companhia pode negociar suas ações sempre em apenas um dos segmentos.

A finalidade da boa governança corporativa, de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão, sua longevidade e o bem comum, tem como contraponto os custos de sua implantação. Assim, o presente trabalho foi elaborado, para que fosse possível analisar pesquisas que buscaram demonstrar o impacto positivo das boas práticas de governança corporativa no valor das empresas negociadas em bolsa e apresentar novos indícios do valor que a boa governança gera para o acionista.

Foi aplicado um modelo estatístico a dados financeiros específicos, de modo a comparar o valor de mercado das companhias nos períodos anterior e posterior à negociação nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3.Como parâmetros de valor de mercado das empresas, foram considerados a capitalização de mercado e o “Q de Tobin”, que compara a capitalização de mercado e o custo de reposição dos ativos. A análise contemplou dados desde o ano de 2002 de mais de cinquenta companhias e foram utilizados no modelo mecanismos (variáveis) de controle para capturar o efeito de características das empresas e do mercado

Concluso o trabalho, foi possível identificar que, no longo prazo, após o anuncio de empresas de passarem a negociar suas ações no Novo Mercado, nível mais elevado de

governança da B3, o valor de mercado das empresas aumentou, em média, em aproximadamente 58%.

Assim, o presente estudo, complementando pesquisas anteriores, apresenta indícios fortes de que a excelência na governança impacta positivamente o valor de mercado das companhias.

2 INTRODUÇÃO

A governança corporativa, definida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) como "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"[1] , tem em suas boas práticas a proposta de contribuir com o mercado de capitais promovendo sinalizações de um alinhamento de interesses entre acionistas minoritários, controladores e administração, 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, sua longevidade e o bem comum.

Entretanto, existe o contraponto do ônus de sua implantação que, ao final, é arcado pelos próprios investidores. Críticos, tais como Larker e Tayan (2011) contestam a adoção de tais medidas, afirmando que decisões sobre a estrutura e processos de um sistema de governança deveriam se basear em evidências concretas e não em "palpites acadêmicos de autointitulados experts". Entendem que boas práticas de governança uniformes não existem, já que companhias são sistemas complexos e um checklist a ser seguido como uma receita de bolo traz prejuízos ao invés de benefícios.

Assim, é muito importante buscar evidências concretas do valor que traz a boa governança corporativa ao acionista, bem como analisar quanto os investidores estão dispostos a pagar para terem a proteção que as práticas oferecem, sendo este um importante indicativo do alinhamento de interesses que a boa governança essencialmente busca. Apesar de a boa governança ir muito além do que cumprir requisitos mínimos previamente definidos, a adoção por empresas destes é uma sinalização positiva e uma segurança básica valorizada pelo investidor.

Contudo, estudos sobre o valor da adoção de boas práticas de governança corporativa encontram desafios relevantes para chegar a conclusões sólidas. A provável correlação entre a escolha da estrutura de governança e outras características das companhias prejudica pesquisas que fazem comparações entre as empresas que adotam e as empresas que não adotam as práticas consideradas positivas. Por esse motivo, é difícil tirar conclusões no sentido de que exista uma relação de causalidade entre a governança e variáveis que indicam o valor de mercado das empresas.

---

[1] http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa; pag. 1

A proposta do presente estudo é analisar o valor de mercado de companhias negociadas na bolsa de valores nos períodos anterior e posterior à decisão de melhoria em suas práticas de governança. O modelo utilizado, tendo em vista que não compara empresas com características diferentes, mas sim cada empresa nos mencionados períodos, apesar de apresentar outros desafios, conforme explorado a seguir, não apresenta a possibilidade de endogeneidade mais comum nos estudos anteriores, relacionada à comparação entre diferentes empresas, evidentemente com características distintas.

O modelo tem como variável dependente o valor de mercado das companhias negociadas na bolsa de valores brasileira, antiga Bovespa e hoje denominada B3 – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3"), medido pela capitalização de mercado e Q de Tobin, analisado nos períodos anterior e posterior à adesão ou migração para os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa por ela criados. Os níveis foram utilizados como parâmetros de boa governança já que garantem para as empresas que decidem por adotar boas práticas a vantagem adicional de terem a certificação.

No geral, o momento considerado como mudança na governança é a data do anúncio da decisão de ingressar no nível, de modo a captar ao máximo a incorporação das expectativas no preço das ações. Quando não foi possível identificar uma data de anúncio, foi utilizada a data do início de negociação das ações no nível. O período analisado foi entre 2002, primeiro ano no qual passaram a existir companhias negociadas em todos os níveis, e 2017. Em casos nos quais a expectativa de melhoria de governança já vinha sendo incorporada anteriormente ao momento considerado, como por exemplo em casos de realização de diversos anúncios sobre o assunto ou de condicionantes que impediram a efetivação da adesão/migração no curto prazo, não é possível capturar integralmente o efeito no valor das empresas. Assim, o estudo pode apresentar resultados conservadores.

Quando comparada aos estudos anteriores, análise realizada, como compara a evolução do valor de mercado da empresa antes e depois da melhora na governança ao invés de comparar as empresas entre si, resolve um problema de endogeneidade comum nas pesquisas anteriores de não conseguirem distinguir (apenas mitigar em alguns casos, conforme exposto acima) o efeito das características diferentes entre as empresas do efeito da governança no preço das ações, não sendo possível ter certeza se empresas com características que lhes atribui valor maior optam por melhor governança ou se de fato a governança melhora o valor de mercado da companhia. Assim, trata-se de uma contribuição importante no sentido de reforçar o entendimento de que a governança traz ganhos às empresas que decidem adota-la e seus acionistas.

Entretanto, ainda não é possível ter uma garantia de que o aumento no valor de mercado das empresas de cada grupo analisado se deu realmente pela governança ou por questões de mercado, do setor, ou outras mudanças nas características das empresas. Foram utilizadas variáveis de controle para mitigar a questão, como o retorno do Ibovespa, para controlar o efeito das oscilações do mercado de ações no geral, e, como características das empresas, o tamanho (Ln do Ativo), endividamento (Dívida/Ativo), resultado (ROE), distribuição de dividendos e crescimento das vendas.

Os resultados mostraram fortes indícios de que a melhora na governança impacta positivamente o valor de mercado das empresas, já que no período após início de negociação no Novo Mercado a capitalização de mercado é, em média, 58% maior, controlado por variações do mercado, tamanho, crescimento de receita, ROE, pagamento de dividendos e endividamento. Com relação aos demais níveis, os resultados não mostraram relevância estatística. Isso pode indicar que outros níveis de governança corporativa, que não o mais elevado, não possuem grande relevância para o investidor. Tampouco o Q de Tobin das empresas teve resultados conclusivos, o que pode estar associado ao fato de que os ganhos obtidos podem estar relacionados a uma melhoria na estrutura de capital das empresas, o que por sua vez também pode estar associado à melhor governança, sendo este um possível objeto de pesquisa futura.

3 REVISÃO DA LITERATURA

Um dos primeiros estudos importantes, amplamente citado em pesquisas posteriores, foi o de Gompers, Ishii e Metrick (2003), sobre a governança corporativa e o valor das ações negociadas nos Estados Unidos entre 1990 e 1999. Nele, comparam as companhias com repúblicas, separando-as em 10 categorias, sendo as com melhor governança as "democracias" e as com pior governança as "ditaduras". Primeiramente, utilizando o modelo Fama-French (1993), calculam os retornos anormais em cada categoria e observam seu aumento quanto maior o nível de governança. Em seguida, analisam por meio de *cross sections* anuais as alterações de governança/valor durante os anos 90, utilizando como variável explicativa o Q de Tobin das companhias, calculado pela razão entre o valor de mercado dos ativos e o seu valor contábil. Percebem que. a cada 1 nível de governança mais próximo da "ditadura", mais baixo era o valor do Q. Em 1990, por exemplo, a queda do Q de Tobin era de, em média, de 2,2%, e em 1999, de 11,4%, sendo que tal percentual de decréscimo foi aumentando gradativamente ao longo dos anos analisados.

Posteriormente, Bebchuk, Cohen e Ferrell (2004), Cremers e Nair (2004) e Brown e Caylor (2006), analisam o estudo de Gompers, Ishii e Metrick (2003), no sentido de identificar as características de boa governança mais relevantes. Este último aborda também a questão da possibilidade de endogeneidade nas análises que comparam empresas e sua governança, já que não se pode concluir com firmeza se a melhor governança aumentou o valor das firmas ou se firmas mais valiosas optam por uma melhor governança. Para tentar mitigar o problema e, de forma limitada, encontrar uma relação de causalidade, utilizam como variável de controle a média ajustada do Q de Tobin do setor. Não utiliza, entretanto, dados longitudinais, mas apenas dados transversais do ano de 2003.

No Brasil, Carvalhal da Silva e Leal (2005a) analisaram as companhias negociadas na Bovespa entre 1998 e 2002. Assim como Gompers, Ishii e Metrick (2003), constroem um índice de acordo com critérios que indicariam melhores práticas de governança e analisam o efeito de melhor governança no Q de Tobin por meio de um modelo dinâmico com dados em painel de efeitos aleatórios. O resultado mostra um Q de Tobin positivamente relacionado com o índice de governança criado, porém não estatisticamente relevante. No mesmo ano, Carvalhal da Silva e Leal (2005b), realizam estudo equivalente utilizando dados transversais, mas ressaltam que os resultados sugerem a possibilidade de endogeneidade tendo em vista os resultados inconclusivos do seu estudo anterior com dados longitudinais.

Algumas pesquisas posteriores, tanto nacionais como estrangeiras, abordam a questão da endogeneidade nos estudos sobre o valor da governança corporativa é abordada com maior profundidade. No estudo de Cuñat, Gine e Guadalupe (2012) foi realizada uma análise na qual buscam capturar o efeito no valor das ações de decisões em assembleia de acionistas de companhias americanas, que aprovam alterações na governança das empresas entre 1997 e 2007. A metodologia utilizada é a regressão descontinuada, com o Q de Tobin e *Book-to-Market* como variáveis dependentes. Consideram apenas assembleias nas quais houve pequena diferença no número de votos a favor e contra, de modo que a informação não estaria incorporada anteriormente no preço por meio das expectativas de aprovação. Os resultados da pesquisa mostram que a aprovação de medidas de governança provoca retorno anormal de 1,3% com relação à não aprovação no dia da votação. No acumulado de uma semana a diferença é de 2,4%. Os resultados são mais consideráveis quando se trata de decisão que elimina *poison pills*[2] e mais fracos quando relacionados à independência do conselho.

No Brasil, Carvalho e Pennacchi (2010) realizam um estudo semelhante, buscando analisar o impacto no excesso de retorno das ações do anúncio de adesão ou migração aos segmentos especiais de companhias negociadas na B3 entre 2001 e 2006. Utilizam como metodologia dados em painel, com efeitos fixos e aleatórios, por estimador GLS. Separam os níveis entre Nível 1, que seria menos rigoroso com os critérios de governança, e o Nível 2 e Novo Mercado, analisados em conjunto. Além da separação dos níveis, utilizam como variável de controle a listagem prévia na NYSE, já que empresas com essa característica já cumpririam certas obrigações impostas pela bolsa estrangeira. Os resultados mostraram um excesso de retorno médio positivo de 3,3% para empresas que não eram previamente listadas na NYSE e 1,03% para as demais. No caso de empresas que passam a integrar Nível 1, o excesso de retorno foi em média de 2,33% e para Nível 2 e Novo Mercado, de 3,9%.

Em outros países emergentes, também são relevantes os estudos sobre o valor da governança corporativa, tais como Ararat, Black e Yurtoglu (2016), sobre a Turquia, Black, Love e Rachinsky (2006), sobre a Russia, Connelly et al (2017), sobre o Vietnã, entre outros.

Chama especial atenção o estudo de Dharmapal e Khanna (2013), por utilizar métodos de seleção em não observáveis, fazendo uma análise de valor das companhias indianas antes e depois de normas que as obrigaram a implementar melhores práticas de governança tanto pelo método da regressão descontínua como das diferenças em diferenças. Os resultados mostram

[2] Poison pills são mecanismos presentes em algumas empresas para evitar perda de controle, normalmente obrigando adquirentes a realizar ofertas públicas de ações, o que encarece a transação.

um aumento do Q de Tobin das companhias negociadas na India entre 1996 e 2006 de pelo menos 6%.

Outros estudos importantes sobre o valor da governança em países emergentes são Klapper, Leora e Love (2004); Braga-Alves e Morey (2012); Black, de Carvalho e Gorga (2012) e Black, de Carvalho, Khanna, Kim e Yurtoglu (2016). A riqueza na literatura é reflexo da especial importância do assunto nos mercados mais jovens, tendo em vista seu maior risco e, portanto, maior valorização de indicativos de alinhamento de interesses e mecanismos de proteção aos investidores.

Doidge et al. (2007) analisou a influência de características dos países, tais como proteção aos investidores, custo de acessar o mercado e custo de implementação, na adoção de práticas de boa governança e os resultados mostram serem mais relevantes do que as características das empresas em si. Uma melhor governança reduz o custo de captação de uma empresa apenas na medida em que os investidores esperam que a empresa seja bem governada após os fundos terem sido levantado. Portanto, é importante que a empresa encontre maneiras de se comprometer com uma governança de maior qualidade. No entanto, mecanismos para isso podem estar indisponíveis ou serem proibitivamente caros em países com fraca proteção dos investidores ou com fraco desenvolvimento financeiro. De acordo com o estudo, tais características do país explicam muito mais a variação de governança (de 39% para 73%) do que as características observáveis das empresas (de 4% a 22%).

No Brasil, como forma de comprometimento voluntário das empresas mesmo após as captações, a B3 criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) que são objeto da nossa análise como proxy de boa governança. Estabelecem práticas, descritas resumidamente no Anexo I, a serem seguidas obrigatoriamente por companhias que optam pela adesão a eles, sendo o Novo Mercado o nível mais alto.

Os NDGC, especialmente o Novo Mercado, são extremamente relevantes para o mercado acionário brasileiro. Quando observamos as ofertas de ingresso de companhias na bolsa, os chamados IPOs, a opção para que ocorram nos segmentos diferenciados é notória. Nos IPOS realizados no Brasil dos últimos 15 anos é evidente a predominância dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, especialmente o Novo Mercado. Foram 108 no total, sendo 88% no Novo Mercado, 2% no Nível 1, 8% no Nível 2 e 2% no segmento básico.

Sobre a importância do Novo Mercado no âmbito dos IPOs, Hoffmann, Bortoluzzo e Machado (2011), ao analisarem fatores que impactam o ajuste parcial de preços (APP)[3] das ações de empresas ao irem a público, identificaram que "emissões de empresas que pertencem ao Novo Mercado estão associadas a APP positivos". A relação é de 8,46%, em média, mantidas as demais variáveis constantes. Foram coletados dados de 88 empresas, não financeiras, que realizaram IPO no período de 2004 a 2007, dentre as quais 78,16% no Novo Mercado.

Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007) utilizam regressão linear múltipla com o Q de Tobin das companhias que apresentam liquidez e volatilidade de preços na bolsa de valores brasileira em abril de 2005 como variável independente e variáveis dependentes que representariam a governança corporativa nas empresas. Com relação às variáveis explicativas, foram utilizadas na pesquisa variáveis *dummies* para participação da empresa nos NDGC e no Novo Mercado (NM). Entre as hipóteses que a pesquisa procurou testar, estavam as seguintes:

- Se a empresa participa do NM, o valor da empresa será maior. Positivamente relacionada (+).
- Se a empresa participa de algum dos NDGC, o valor da empresa será maior. Positivamente relacionada (+).

A pesquisa teve resultados estatísticos muito significativos para a variável de NM, em relação ao Q de Tobin, maior em 1,227 em média comparado às empresas que não estavam no Novo Mercado, sugerindo que a melhoria de práticas de governança corporativa promove impacto no valor das companhias abertas listadas em bolsa cujas ações apresentem liquidez e volatilidade de preços. Interessante observar que mesmo em um estudo possivelmente afetado por problemas de endogeneidade com relação à correlação de estrutura de governança com outras características da empresa, não houve significância estatística para a variável NDGC, mas apenas para o Novo Mercado.

Considerando a característica singular no Brasil de maioria das empresas com acionista controlador, uma pesquisa tal como a de Cuñat, Gine e Guadalupe (2012) para empresas brasileiras não seria possível por falta de observações. A implantação de governança costuma ocorrer por iniciativa do próprio acionista controlador e não ocorreria uma aprovação em assembleia com relevância dos votos dos demais acionistas. Por esse motivo, optamos em nossa estudo por analisar o momento no qual é anunciada a intenção de adesão/migração de companhias para os NDGC. Não haveria neste caso o problema de incorporação da informação

[3] De acordo com os autores "Durante o processo de bookbuilding, o coordenador estima a demanda para as ações que serão emitidas e define o preço final de lançamento, o qual é normalmente distinto do preço médio do prospecto preliminar", diferença esta que seria o APP.

ao preço em momento diferente pois, tendo em vista a presença de controlador, após o anúncio ter-se-ia quase a certeza de aprovação.

4 METODOLOGIA

4.1 Dados

As companhias objeto do presente estudo são todas aquelas não financeiras que pertencem hoje a algum dos NDGC da B3, excluídas 107 as que já fizeram seu IPO em um NDGC. A amostra, portanto, tem um total de 52 empresas, listadas no Anexo II.

Os dados das empresas (trimestrais), utilizados como variáveis de controle, foram extraídos da plataforma *Bloomberg* com relação a (i) tamanho (ativo total); (ii) ROE, que, apesar de comumente apresentar alta correlação com a dívida, isso não foi observado na matriz de correlação (Tabela 1) abaixo; (iii) dívida total, ou seja, dívida de curto prazo somada à dívida de longo prazo; (iv) dividend yield e (v) crescimento de receita (de um trimestre para o mesmo trimestre no ano anterior, de modo a evitar efeitos de sazonalidade). Da mesma plataforma foram extraídos os valores diários dos retornos do Ibovespa. Já para os valores de mercado diários das companhias listadas na B3 desde o ano de 2002, foi utilizada a base de dados da *Thomson Reuters Eikon*.

As informações sobre a adesão ou migração para o Novo Mercado são disponibilizadas pelas próprias empresas e foram retiradas das publicações oficiais disponíveis no site da B3.

4.2 Descrição das Variáveis

As variáveis dependentes do modelo adotado, como parâmetros de valor de mercado, são o logaritmo natural da capitalização de mercado (MktCap) das companhias e uma aproximação do Q de Tobin. O MktCap é calculado multiplicando-se o número de valores mobiliários de renda variável que compõem seu capital pelos seus respectivos preços de fechamento. Apesar de não ser uma variável comumente utilizada para fins de pesquisa, já que pode apresentar um viés relativo ao tamanho, é de grande relevância para demonstrar valor de mercado de empresas e em nosso modelo são comparadas as empresas comparadas a elas mesmas em um momento anterior, de modo que tal efeito acaba sendo mitigado. O Q foi calculado conforme Chung e Pruit (1994):

$$Q = \frac{\text{MktCap + Dívida Líquida}}{\text{Ativo Total}} \qquad (1)$$

Em (1), as informações são obtidas dos balanços das empresas. A Dívida Líquida é a dívida de curto prazo, subtraído o caixa e quivalentes e somada à dívida de longo prazo.

As variáveis explicativas são os níveis de governança aos quais as companhias pertencem, NM para o Novo Mercado, N2 para o nível 2 e N1 para o Nível 1, e o período anterior e posterior ao momento considerado no qual a companhia passou a pertencer àquele determinado nível, representado por Z. O N1 é o mais baixo entre os níveis de governança e possui poucos diferenciais com relação às empresas que não estão em nenhum dos níveis, tais como porcentagem mínima de ações em circulação no mercado (*free float*), não cumulação dos principais cargos executivos da empresa na mesma pessoa, mandato de até 3 anos, reunião pública obrigatória e algumas políticas obrigatórias. O N2 já acrescenta alguns pontos importantes, como a adesão obrigatória ao tribunal arbitral da B3 e o tag along[4] de 100%. O Novo Mercado, nível mais alto de governança da B3, tem como principal diferencial não permitir que o capital das companhias tenha ações preferenciais em sua composição. O Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2, denominados "mercados de acesso" e criados pela B3 para atrair empresas menores que desejam acessar o mercado de capitais, não foram considerados na análise por não haver número relevante de empresas efetivamente negociadas em tais níveis. A tabela completa com as diferenças de cada nível, conforme já mencionado, estão no Anexo I.

Como variáveis de controle, são utilizadas características das empresas e os valores diários do retorno do Ibovespa (escala de 10.000.000), portfolio teórico com as ações mais líquidas da bolsa, como utilizado por Carvalho e Pennacchi (2010). As características da empresa utilizadas, são: Ln do Ativo Total (LnAtivo) e Dívida sobre o Ativo (Endiv), tal como a expressiva maioria dos estudos analisados, crescimento das vendas em R$ (CRESC), tal como, por exemplo, Black, de Carvalho e Gorga (2012), Braga-Alves e Morey (2012) e Doidge et al. (2007), o ROE em R$ (sigla em inglês para lucros divididos pelo patrimônio líquido, calculado utilizando tais informações disponíveis no balanço das empresas), também analisado por Gompers, Ishii e Metrick (2003) e o pagamento de dividendos com relação aos lucros da empresa em percentual (DIV), também utilizado por Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007). Também são utilizadas dummies para os casos de companhias que já pertenciam a algum nível, que assumem valor zero, ou que pertenciam ao segmento básico, que assumem valor 1, já que se espera uma variação menor quando a companhia já era de um nível e apenas migra para um mais elevado (TIPO).

[4] Direito de participar de ofertas públicas de aquisição de controle de companhia aberta pelo mesmo preço do alienante do controle.

A Tabela 2 resume as variáveis do modelo e exemplos de correspondência com pesquisas anteriores. Também constam os sinais esperados dos resultados com relação a cada variável, tendo em vista as referências de utilização de cada uma em estudos anteriores.

Variáveis explicativas	**Sinal esperado - Q**	**Sinal esperado – LnMktCap**	
NM#Z	+	+	
N2#Z	+	+	
N1#Z	+	+	
Variáveis de controle			**Estudos anteriores**
IBOV	+	+	Carvalho e Pennacchi (2010)
IBX	+	+	Carvalho e Pennacchi (2010)
LN ATIVO[5]	+	-	Black, de Carvalho e Gorga (2012), Braga-Alves e Morey (2012), Carvalhal da Silva e Leal (2005a), Doidge et al. (2007), Gompers, Ishii e Metrick (2003)
Endiv	-	-	Black, de Carvalho e Gorga (2012), Braga-Alves e Morey (2012), Carvalhal da Silva e Leal (2005a), Doidge et al. (2007)
CRESC	+	+	Black, de Carvalho e Gorga (2012), Braga-Alves e Morey (2012), Doidge et al. (2007)
ROE	+	+	Gompers, Ishii e Metrick (2003)
DIV	+	+	Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007)
TIPO	+	+	Carvalho e Pennacchi (2010)

Tabela 2 – Sinal esperado das variáveis explicativas no Q de Tobin e no MktCap e referências

[5] A diferença de sinal esperado com relação ao Ln Ativo se da tendo em vista que na fórmula utilizada para o cálculo do Q de Tobin o Ativo consta no denominado, de modo que quanto maior é o seu valor, menos o Q de Tobin.

4.3 Modelo Estatístico

O modelo utilizado compara, utilizando regressão com dados longitudinais e o estimador GLS, os grupos de empresas de cada um dos níveis, sendo o N1 o nível de referência, antes e depois do anúncio de migração/adesão.

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Z_{it} + \beta_2 Z_{it}*NM_i + \beta_3 Z_{it}*N_2 i + \beta_3 NM_i + \beta_4 N_{2i} + \gamma X_{it} + a_i + \varepsilon_{it}$$

"Z" é a variável que representa o período posterior à migração. Assume valor 0 se antes e 1 se depois de a empresa anunciar ingresso no segmento da B3.

Os coeficientes de interesse são β1, β2 e β3, que deverão apontar o efeito da adesão/migração respectivamente nos níveis N1, N2 e NM. A variável dependente Y será ou o MktCaps ou o Q de Tobin.

Deste modo, analisaremos as companhias que passam a integrar os níveis "NM" ou "N2" (que assumem valor 0 e 1 para cada caso) em determinado dia de negociação, sendo o N1 a referência. Serão avaliadas um total de 52 adesões/migrações.

A variável a_i representa o efeito específico da firma no intercepto do modelo e εit o erro associado à empresa i no tempo t.

A estimação por efeitos aleatórios é a mais adequada para esta análise, tendo em vista que os grupos de empresas não se alteram. Após realizado teste Skewness-Kurtosis, foi descartada a hipótese de normalidade dos erros, entretanto, a amostra efetiva é considerada grande o suficiente para os resultados serem robustos.

Ainda, de modo a garantir a eficiência dos estimadores e evitar variância dos estimadores dos coeficientes viesada por motivo de eventual heterocedasticidade, optamos por realizar a estimação com erros-padrões robustos.

5 RESULTADOS

O mercado de ações brasileiro de 2018 é composto por um total 223 de empresas, das quais 60 não estão em nenhum NDGC, 15 em algum momento entre 2002 e 2017 passam a integrar o Nível 1, 9 ao Nível 2 e 32 ao Novo Mercado. A Figura 1 as as adesões/migrações por ano para cada um dos níveis. Conforme já mencionado anteriormente, 107 empresas já fizeram IPO em algum NDGC.

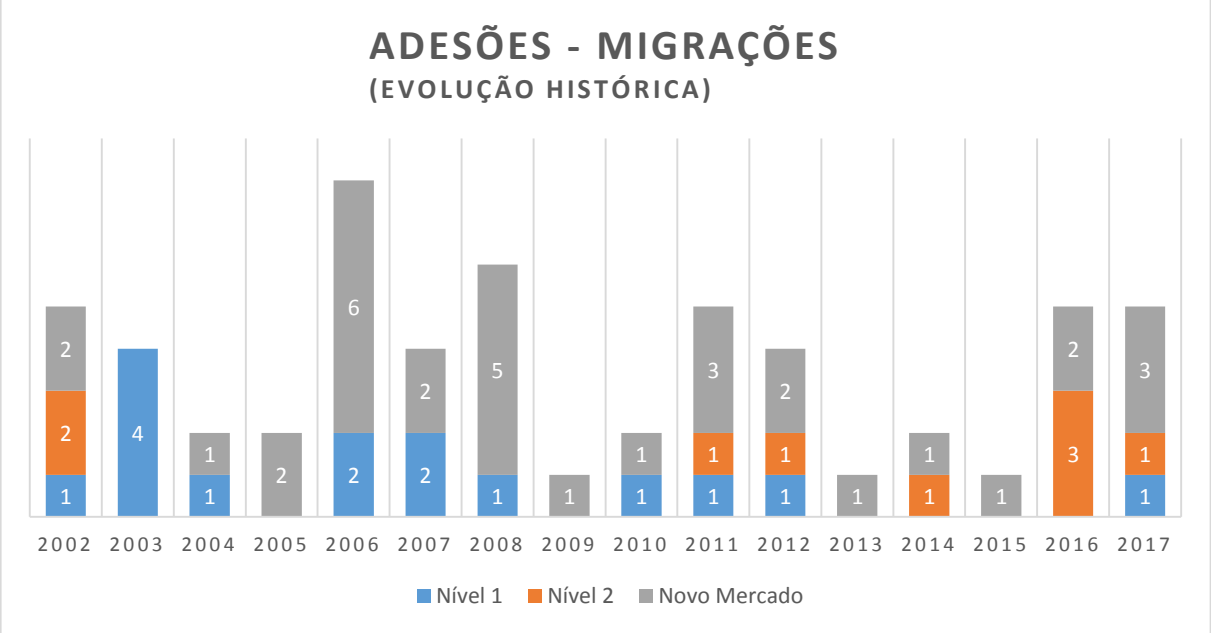

Figura 1 - Adesões/Migrações das companhias abertas brasileiras aos NDGC (evolução histórica)

Na Figura 2 é possível observar a evolução histórica do MktCap médio de cada um dos grupos analisados. O Nível 2 mostra evolução de MktCap médio mais discreta, e valor mais baixo, já que as empresas que o integram, com exceção da Petrobras, são empresas menores. O Nível 1 tem uma evolução mais forte até por volta de 2011 e, em seguida, observa-se uma depreciação do seu MktCap, que volta a crescer depois de 2016 porém de forma discreta. O Novo Mercado mostra uma clara evolução superior à das empresas dos demais grupos.

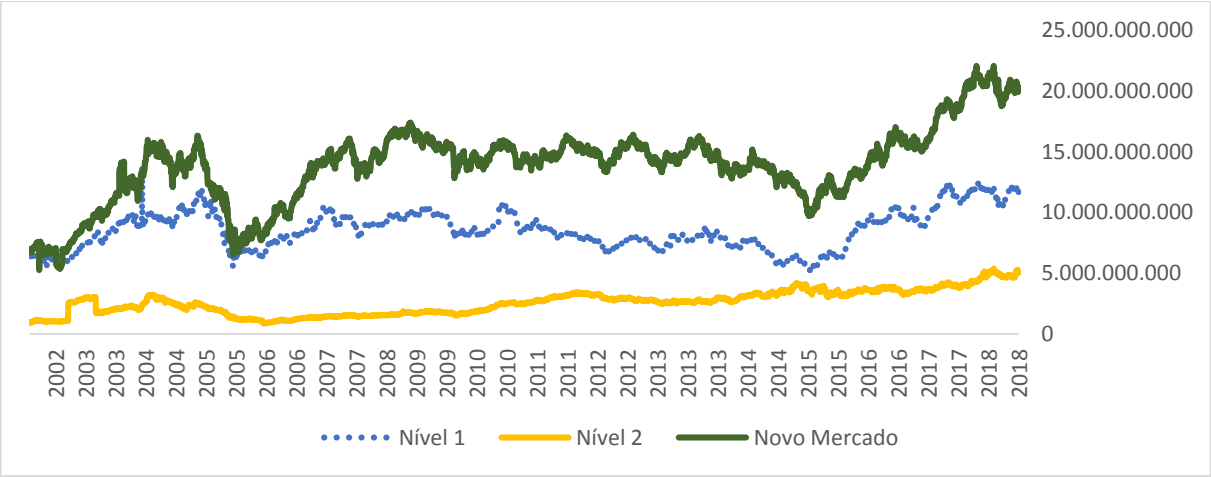

Figura 2 – evolução da média de MktCap de cada grupo[6]

Na Figura 3 é possível observar a evolução histórica do Q de Tobin médio de cada um dos grupos analisados. O Q de Tobin médio das empresas do Novo Mercado é mais alto durante todo o período. As empresas do Nível 1 e Nível 2 apresentam um Q de Tobin médio equivalente, que depois de 2010 passa a ser melhor para as empresas do Nível 1.

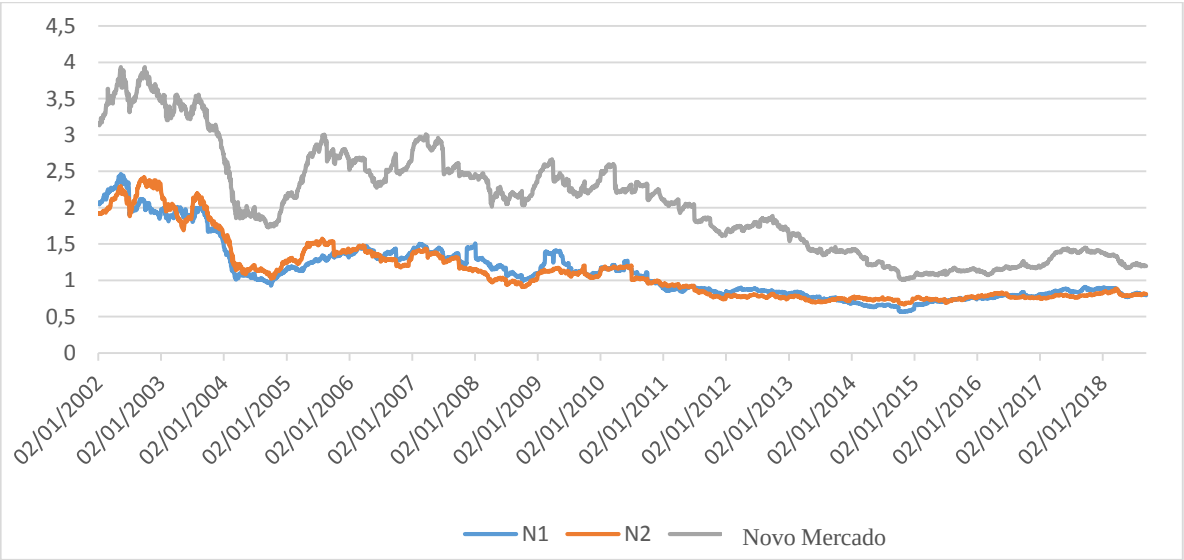

Figura 3 – evolução da média do Q de Tobin de cada grupo

A Tabela 1 mostra as correlações entre as variáveis utilizadas no modelo.

	LnMktCap	Q	IBOV	Cres	Divid	ROE	LnAtivo	Endiv
LnMktCap	1,00							

[6] Não foram consideradas para a elaboração do gráfico as empresas que já fizeram IPO em algum dos NDGC e tendo em vista o pequeno número de empresas no Nível 1, foi excluída a Petrobras na elaboração do gráfico por seu tamanho desproporcional.

Q	0,20	1,00						
IBOV	0,01	-0,25	1,00					
Cres	0,08	0,09	-0,12	1,00				
Divid	0,12	-0,01	0,10	-0,01	1,00			
ROE	0,22	0,31	-0,28	0,13	0,04	1,00		
LnAtivo	0,75	-0,29	0,22	-0,005	0,10	-0,13	1,00	
Endiv	0,07	-0,02	0,08	-0,04	0,12	-0,17	0,19	1,00

Tabela 1 – Matriz de correlações

As correlações observadas entre as variáveis explicativas utilizadas são baixas, de modo que não temos na análise realizada possibilidade de um problema de multicolinearidade, que poderia afetar os erros-padrão do modelo.

Com relação aos sinais observados, surpreende uma relação negativa entre o Q de Tobin e a variável de controle IBOV, bem como, apesar de baixa, com o pagamento de dividendos. Com relação ao LnMktCap, a correlação positiva com o endividamento também não era esperada, apesar de poder ser explicada pelo benefício fiscal da dívida para as empresas.

A Tabela 2 sintetiza informações descritivas relativas a cada variável por grupo analisado (N1, N2 ou NM).

Variável	**NDGC**	**n**	**Média**	**DP**	**Min**	**Max**
LnMktCap	NM	30	22,00	1,69	9,90	26,51
	N2	8	21,61	2,12	17,06	26,95
	N1	14	22,32	1,32	18,37	24,60
Q	NM	30	2,028	1,89	0,16	17,40
	N2	8	1,112	0,83	0,17	4,85
	N1	14	1,113	1,00	0,21	11,78
Endiv	NM	30	0,30	0,16	0,00	1,18
	N2	8	0,31	0,17	0,01	0,86
	N1	14	0,27	0,17	0,00	1,34
LnAtivo	NM	30	22,02	1,52	17,01	26,69
	N2	8	22,32	1,93	19,16	27,56
	N1	14	22,96	1,63	18,98	25,89
Divid	NM	30	85,41	109,47	0,00	662,14
	N2	8	96,17	224,11	0,00	1.045,56

	N1	14	109,76	286,25	0,00	2.277,50
Cres	NM	30	17,72	46,24	-75,47	604,74
	N2	8	14,59	49,79	-43,49	772,13
	N1	14	14,88	58,67	-88,94	1.373,15
ROE	NM	30	12,80	30,43	-282,04	187,14
	N2	8	5,68	40,04	-187,19	68,99
	N1	14	11,39	21,90	-81,22	78,27
IBovespa	NM	30	59.965,61	31.691,46	8.370,88	144.518,20
	N2	8	58.569,42	31.898,01	8.370,88	144.518,20
	N1	14	58.641,08	31.872,17	8.370,88	144.518,20

Tabela 2 – Medidas descritivas das variáveis por nível de governança corporativa.

Os resultados obtidos das regressões constam na Tabela 4 e mostram relevância estatística, para o LnMktCap, das variáveis NM#Z, N1#Z, Endiv, ROE, Ibovespa e N1 (constante). Com relação aos demais níveis e ao Q de Tobin, os resultados não mostraram relevância estatística para nenhuma das variáveis de interesse, apenas para LnAtivo, Endiv e N1.

Variáveis	LnMktCap	Q Tobin
NM#Z	0, 5880** (0, 2647)	-0, 2411 (0, 2935)
N2#Z	0, 5811 (0, 5364)	0, 0436 (0, 5145)
Z	-0, 4896*** (0, 1860)	0, 4128* (0, 2408)
LnAtivo	0, 2387** (0, 1112)	-1,4625*** (0,2366)
Endiv	-1,078** (0, 4923)	1,0934** (0,4445)
Divid	0,0001 (0,0001)	-0,0000 (0,0002)
Cres	0,0009* (0,0005)	0,0006 (0,0005)
ROE	0,0071** (0,0027)	0,0008 (0,0021)
Tipo	-0,3100 (0,5490)	-0,7430 (0,9207)
Ibovespa	-1,62e-06* (2,56e-06)	5,89e-06** (2,06e-06)
NM	-0,7104 (0,5407)	-0,9151 (0,8686)
N2	-0,7883 (0,7209)	-0,8183 (1,1349)
constante	17,6725*** (2,7952)	34,7195*** (5,5095)
n	147.744	147.744
R^2	0,5403	0,0696

Tabela 4 - Resultados
*** o valor-p é significativo a um nível de significância de 1%
** o valor-p é significativo a um nível de significância de 5%
*o valor-p é significativo a um nível de significância de 10%

O resultado mais importante observado é um aumento no MktCap das empresas após adesão ou migração para o Novo Mercado de, em média, 58,8%. Ainda com relação às variáveis de

interesse, quanto Nível 1 de governança corporativa, observa-se uma queda no MktCap no período posterior à adesão, de, em média, 48,96%.

O resultado demonstra apenas o mais alto nível de governança como apresentando impacto positivo relevante no valor de mercado das empresas. Isso pode estar associado ao fato de exigir que não sejam emitidas ações preferenciais das companhias ou apenas pelo fato de que a governança é relevante quando se busca o nível máximo.

Com relação ao que se esperava dos resultados para o MktCap como variável dependente, surpreende os sinais obtidos para o período após adesão/migração para o Nível 1 e a relação com o IBOVESPA. No caso do Nível 1, o resultado apresentado pode estar associado a problemas de governança, especialmente tendo em vista que tal NDGC não impõe muitas exigências e que dentre as empresas deste grupo, várias são empresas estatais. Isto pode indicar que as exigências do Nível 1 não trazem vantagens representativas para a governança das empresas e que a governança de estatais merece especial atenção. Com relação à governança de estatais, tendo em vista os desafios particulares a ela relacionados, foi criado recentemente pela B3 o programa Destaque em Governança de Estatais[7]. Quanto à relação negativa com o retorno do Ibovespa, que mostra uma queda média no MktCap de 0,000162% a cada 1,00R$ de aumento, é possível que em momentos de mercado em baixa e pouco interesse por empresas mais negociadas, haja um destaque para as que possuem um nível de governança corporativa mais elevado, tendo em vista as proteções e sinalizações de alinhamento que oferecem.

Quanto às variáveis de controle que mostraram relevância estatística, observamos que (i) o aumento em 0,1 no endividamento, está associada, em média, a uma queda de 10,7% no MktCap; (ii) crescimento de receita em R$ 1,00 está associado a um aumento médio de 0,009% no MktCap; e (iii) um crescimento de 1 unidade no ROE aumenta, em média, o MktCap em 0,71%.

Os resultados quanto ao Q de Tobin foram inconclusivos, haja vista que nenhuma das variáveis de interesse apresentou significância estatística de pelo menos 5%. Mesmo entre as variáveis de controle, só apresentaram relevância o LnAtivo e o endividamento que compõem a fórmula utilizada para cálculo dessa variável dependente. A variável Z, que indicaria o aumento em Q em período posterior ao ingresso no Nível 1 de governança corporativa apresentou significância de 10%, não sendo contudo, resultado importante o suficiente para que seja possível tirar conclusões com relação a efeitos de uma melhora de governança.

---

[7] http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/programa-destaque-em-governanca-de-estatais.htm

6 CONCLUSÃO

Os resultados mostraram, com alta relevância estatística, que em período após uma melhora na governança das empresas seu MktCap é significativamente mais alto. Contudo, isto apenas especificamente com relação `aquelas que passam a integrar o Novo Mercado. Com relação aos demais níveis e ao Q de Tobin, os resultados são inconclusivos. Isso pode indicar que outros níveis de governança corporativa, que não o mais elevado, não possuem grande relevância, bem como que os ganhos obtidos podem estar relacionados a uma melhoria na estrutura de capital das empresas, o que por sua vez também pode estar associado à melhor governança, sendo este um possível objeto de pesquisa futura.

Considerando a relevância do aumento do LnMktCap das empresas analisadas depois de sua adesão ou migração ao Novo Mercado, podemos dizer que os resultados corroboram com os estudos anteriores no sentido de apresentar evidências de que a melhor governança, no caso a adesão especificamente ao nível de governança mais elevado da B3, gera valor ao acionista, que está disposto a pagar um preço maior pela ação de empresas com essa característica.

Os resultados são também coerentes com os dados apresentados sobre a realização de IPOs, em sua maioria ocorrendo no Novo Mercado, bem como com a pesquisa sobre IPOs realizada por Hoffmann, Bortoluzzo e Machado (2011).

Considerando a possibilidade de endogeneidade presente em estudos relevantes como os de Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Carvalhal da Silva e Leal (2005a), tendo em vista que comparam empresas com características diferentes, nosso estudo é complementar no sentido de mostrar uma geração de valor em uma comparação de cada empresas nos períodos antes e após a adesão ou migração ao nível mais elevado de governança corporativa da B3.

Com relação a estudos que analisam dados de corte transversal, tais como Carvalhal da Silva e Leal (2005a) e Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007), nossa pesquisa tem a vantagem de utilizar dados longitudinais, o que é especialmente positivo no sentido de controlar de forma mais eficiente os efeitos das variáveis explicativas com as variáveis indicativas de variações do mercado e características das empresas.

Já estudos como Cuñat, Gine e Guadalupe (2012) e Carvalho e Pennacchi (2010), que mostram um aumento relevante nos preços das ações em períodos curtos no entorno de eventos de melhoria de governança, nosso estudo é relevante no sentido de mostrar que a geração de valor se consolida no longo prazo.

Apesar do resultado relevante no sentido de mostrar indícios de que a boa governança têm impacto positivo sobre o valor de mercado das empresas, nosso modelo não resolve algumas limitações também presentes nos estudos anteriores, como a endogeneidade de outras características das empresas ou do mercado, mensuráveis ou não, que possuem um efeito sobre o MktCap e Q de Tobin das empresas. Ademais, com relação à opção de utilizar o MktCap para mensurar o valor de mercado das companhias, conforme anteriormente mencionado, tal variável pode apresentar um viés devido ao diferente tamanho de cada empresa, viés mitigado pelo tipo de modelo utilizado porém não solucionado.

Para pesquisas futuras seria interessante acrescentar, por exemplo, o Beta[8] do setor, de modo a capturar o efeito do risco do setor no qual a empresa se enquadra, e o volume diário negociado em bolsa, de modo a capturar o efeito de liquidez da ação, bem como, eventualmente, utilizar algum método de seleção em não observáveis.

Também seria interessante uma análise do Q de Tobin utilizando a governança como variável instrumental e o WACC[9] como variável explicativa, já que os resultados com relação ao Q de Tobin foram inconclusivos quando analisados de forma direta e este tem como principal vantagem a captura de variações possivelmente originadas por questões de estrutura de capital. Em situações de captação, a assimetria de informação tem um papel mais relevante entre investidor e companhia, de modo que as sinalizações de alinhamento de interesses que as boas práticas de governança oferecem tendem a ser mais valorizadas. Assim, conforme mencionado anteriormente, a governança das empresas é especialmente importante quando existe a necessidade de captação de equity para melhorar a estrutura de capital e promover um crescimento sustentável.

---

[8] O beta é calculado conforme o modelo CAPM, desenvolvido por vários autores na década de 60 com base na Teoria Moderna do Portfólio, de Harry Markowitz (1954). Sua formula é: $E(Ri)=Rf+\beta i(E(Rm)-Rf)$, sendo Ri o retorno da ação "i", Rf o retorno de ativo sem risco e Rm o retorno dos ativos de mercado diversificados.

[9] O WACC e a sigla em inglês para o custo de capital ponderado da empresa, calculado pela seguinte formula: [((MktCap/V) * Re)] + [((Dívida/V) * Rd)*(1-T)], na qual V é a soma do MktCap com a Dívida, Re é o custo do equity, calculado pelo modelo CAPM acima citado, Rd é o custo da dívida, ou seja, os juros pagos pela empresa divididos pela Dívida e T é a taxa de imposto que incide sobre a empresa.

7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARARAT, M.; BLACK, B. S. e YURTOGLU, B. B., *The Effect of Corporate Governance on Firm Market Value and Profitability*: Time-Series Evidence from Turkey (September 15, 2016). Northwestern Law & Econ Research Paper No. 13-19, 2017.

BALASUBRAMANIAN, N., BLACK, B.S., e KHANNA, V. *The relation between firm-level corporate governance and market value*: a case study of India. Emerg. Mark. Rev. 11,319–340, 2010.

BEBCHUK, L. A., COHEN, A., e FERRELL, A., *What Matters in Corporate Governance?* (September 1, 2004). Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 491, 2004.

BLACK, B.S., DE CARVALHO, A.G., GORGA, É.C.R., *What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets?:* Evidence from Brazil (and other BRIK countries). J. Corp. Financ. 18 (18), 934–952, 2012.

BLACK, B.S., et al. *How corporate governance affect firm value?* Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea.J. Bank. Financ. 51, 131–150, 2015.

BLACK, B.S., et al. *Methods for multicountry studies of corporate governance (and evidence from the BRIKT countries).* J. Econ. 183, 230–240, 2014.

BLACK, B.S., et al. *Which Aspects of Corporate Governance Matter in Emerging Markets: Evidence from Brazil, India, Korea, and Turkey*, 2016.

BLACK, B.S., JANG, H., KIM, W.C., *Does corporate governance predict firms' market values?* Evidence from the Korean market. J. Law Econ. Org. 22, 366–413, 2006.

BLACK, B.S., JANG, H., KIM, W.C., *Predicting firms' governance choices:* evidence from Korea. J. Corp. Financ. 12, 660–691, 2006.

BLACK, B.S., KHANNA, V.S., *Can corporate governance reforms increase firms' market values? Event study evidence from India*. J. Empir. Leg. Stud. 4, 749–796, 2007.

BLACK, B.S., KIM, W.C., *The effect of board structure on firm value: a multiple identification strategies approach using Korean data*. J. Financ. Econ. 104,203–226, 2012.

BLACK, B.S., LOVE, I., RACHINSKY, A., *Corporate governance indices and firms' market values:* time series evidence from Russia. Emerg. Mark. Rev. 7, 361–379, 2006.

BLACK, B.S., *The corporate governance behavior and market value of Russian firms*. Emerg. Mark. Rev. 2, 89–108, 2001.

BRAGA-ALVES, M., MOREY, M., *Predicting corporate governance in emerging markets.* J. Int. Money Financ. 31, 1414–1439, 2012.

BRAGA-ALVES, M., SHASTRI, K., *Corporate governance, valuation, and performance:* evidence from a voluntary market reform in Brazil. Financ. Manag. 40, 139–157, 2011.

BROWN, L. D., CAYLOR, M. L., *Corporate Governance and Firm Valuation.* Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 25, No. 4, 2006.

CARVALHAL DA SILVA, A. L., LEAL, R. P. C., *Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile).* Research Department Publications 3208, Inter-American Development Bank, Research Department, 2005.

CARVALHAL DA SILVA, A. L., LEAL, R. P. C., *Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil.* Brazilian Review of Finance, [S.l.], v. 3, n. 1, p. pp. 1-18, 2005.

CHEN, C.; LIU, V. *Corporate governance under asymmetric information: Theory and evidence*. Econ. Model., 33 (2013), pp. 280-291.

CHUNG, K. H., PRUITT, S. W., *A Simple Approximation of Tobin's Q. Financial Management*, Vol. 23, No. 3, 1994.

CONNELLY, J. T., et al. *A tale of two cities:* Economic development, corporate governance and firm value in Vietnam. Research in International Business and Finance, Volume 42, Pages 102-123, 2017.

CREMERS, K. J. M., NAIR, V. B., *Governance Mechanisms and Equity Prices*. Yale ICF Working Paper No. 03-15, 2003.

CUÑAT, V., GINE, M., GUADALUPE, M. *The Vote is Cast:* The Effect of Corporate. Governance on Shareholder Value. The Journal of Finance, Vol. Lxvii, No. 5, 2012.

DE CARVALHO, A., PENNACCHI, G., *Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior?* Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil. Journal of Corporate Finance, Forthcoming, 2010.

DHARMAPALA, D., KHANNA, V., *Corporate Governance, Enforcement, and Firm Value:* Evidence from India, The Journal of Law, Economics, and Organization, Volume 29, Issue 5, Pp 1056–1084, 2013.

DOIDGE, C., KAROLYI, G. A., STULZ, R. M., *Why Do Countries Matter so Much for Corporate Governance?* ECGI - Finance Working Paper No. 50/2004; Charles A. Dice Center Working Paper No. 2004-16 and Fisher College of Business Working Paper No. 2006-03-008, 2006.

FAMA, E. F., FRENCH, K. R., *Common risk factors in the returns on stocks and bonds.* Journal of Financial Economics. 33, 1993.

GOMPERS, P. A., ISHII, J. L., METRICK, A., *Corporate Governance and Equity Prices.* Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, No. 1, pp. 107-155, 2003.

HOFFMANN, R., BORTOLUZZO, A. B., MACHADO, S. J., *Impacto da estrutura de propriedade e do nível de governança corporativa no ajuste parcial de preços em um IPO.* Revista de Economia e Administração, v. 12, n. 1, p. 56-74, 2013.

KLAPPER, L. F., LOVE, I., *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets,* Journal of Corporate Finance, Elsevier, vol. 10(5), pages 703-728, 2004.

LAMEIRA, V. J., NESS JÚNIOR, W. L., MACEDO-SOARES, D. V. A., *Governança corporativa:* impactos no valor das companhias abertas brasileiras. Revista de Administração, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.

LEMMON, M. L., ROBERTS, M. R., *Back to the beginning:* persistence and the cross-section of corporate capital structure. The journal of finance, vol. 63, No 4, pp. 1575-1608, 2008.

VIEIRA, S.P., MENDES, A. S. T., *Governança Corporativa:* Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 11, N. 22, pp. 103-122, 2004.

ANEXO I

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 (*free float*)	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	25%	25% ou 15%, caso o ADTV (*average daily trading volume*) 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	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e *press release* de resultados	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Não há regra específica	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 *Tag Along*	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 *compliance*, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo	Facultativo	Facultativo

Fonte: B3[10]

[10] http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/; pags. 1-4

ANEXO II

Alpargatas S.A.
Braskem S.A.
BRF S.A.
Centrais Elétricas Brasileiras S.A.
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. - Celesc
CESP Companhia Energética de São Paulo
Cia Hering
Companhia Brasileira de Distribuição
Companhia de Ferro Ligas da Bahia Ferbasa
Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - SABESP
Companhia de Saneamento do Paraná Sanepar
Companhia Paranaense de Energia
CTEEP Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista
Cyrela Brazil Realty S.A. - Empreendimentos e Participações
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.
Embraer S.A.
Energisa Mato Grosso Distribuidora de Energia S.A.
Engie Brasil Energia S.A.
Equatorial Energia S.A.
Estácio Participações S.A.
Eternit S.A.
Eucatex S.A. Industria e Comercio
Fibria Celulose S.A.
Forjas Taurus S.A.
Fras Le S.A.
Industrias Romi S.A.
Iochpe Maxion S.A.
Klabin S.A.
Kroton Educacional S.A.
Liq Participações S.A.
Lojas Americanas S.A.
Lojas Renner S.A.
Magnesita Refratários S.A.
Mahle Metal Leve S.A.
Marcopolo S.A.
Metalúrgica Gerdau S.A.
Oi S.A.
Paranapanema S.A.
Petróleo Brasileiro S.A. Petrobras
Rossi Residencial S.A.
Santos Brasil Participações S.A.
São Carlos Empreendimentos e Participações S.A.
Saraiva S.A. Livreiros Editores
Senior Solution S.A.

Somos Educação S.A.
Tim Participações S.A.
Tupy S.A.
Ultrapar Participações S.A.
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. Usiminas
Vale S.A.
Vulcabras Azaleia S.A.
WEG S.A.