



UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

LUCAS MOSCOSO MENEZES COLLIER

**OS REFLEXOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO PREÇO DE MERCADO
DE EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3**

Recife

2024

LUCAS MOSCOSO MENEZES COLLIER

**OS REFLEXOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO PREÇO DE MERCADO
DE EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Ciências
Contábeis da Universidade Federal de
Pernambuco – UFPE, como requisito
parcial para obtenção do grau de Bacharel
em Ciências Contábeis.

Orientador (a): Vinícius Gomes Martins

Recife

2024

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do programa de geração automática do SIB/UFPE

Collier, Lucas Moscoso Menezes .

Os reflexos da Governança Corporativa no preço de mercado de empresas
brasileiras listadas na B3 / Lucas Moscoso Menezes Collier. - Recife, 2024.
37 : il., tab.

Orientador(a): Vinícius Gomes Martins

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de
Pernambuco, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Ciências Contábeis -
Bacharelado, 2024.

Inclui referências.

1. Governança Corporativa. 2. Informações relevantes. 3. Mercado de ações. I.
Martins, Vinícius Gomes. (Orientação). II. Título.

650 CDD (22.ed.)

FOLHA DE APROVAÇÃO

LUCAS MOSCOSO MENEZES COLLIER

OS REFLEXOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO PREÇO DE MERCADO DE EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Ciências
Contábeis da Universidade Federal de
Pernambuco – UFPE, como requisito
parcial para obtenção do grau de Bacharel
em Ciências Contábeis.

Aprovado em 28 de fevereiro de 2024.

BANCA EXAMINADORA

Prof.(a). Vinícius Gomes Martins
Universidade Federal de Pernambuco

Prof.(a). Luiz Carlos Marques dos Anjos
Universidade Federal de Pernambuco

Prof.(a). Christianne Calado Vieira de Melo Lopes
Universidade Federal de Pernambuco

RESUMO

Esta pesquisa tem como objetivo verificar o comportamento do valor de mercado das ações das empresas ao aderirem ou migrarem para um dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da B3. Para este estudo, foram selecionadas as empresas que realizaram adesão aos níveis de Governança Corporativa da B3 entre os anos de 2015 e 2019. Com base na hipótese semi-forte de eficiência de mercado, a qual sustenta que o mercado tende a precificar informações relevantes, avaliou-se como ocorre a precificação pelos investidores, com foco na verificação desses efeitos a partir das ações de melhoria na Governança Corporativa nas empresas listadas na bolsa de valores. Foi conduzida uma pesquisa empírica quantitativa para identificar, no portal da B3, as empresas que aderiram aos níveis diferenciados. Em seguida, utilizou-se o método da análise de séries temporais com o intuito de verificar a variação das ações ao longo de um período de tempo específico (10 dias antes da adesão aos níveis diferenciados até 10 dias depois) para cada empresa, visando identificar possíveis padrões e tendências oriundos desses movimentos. Verificou-se que as empresas que não eram listadas em nenhum nível de governança e aderiram aos níveis diferenciados, apresentaram aumento linear no valor das suas ações. As adesões ao Novo Mercado foram, em geral, bem recebidas, como observado nas empresas ATMASA, SINQIA e VALE, enquanto as transições para os Níveis 1 e 2 tiveram reações menos expressivas, exemplificadas pelo BTGP BANCO. Variações na VIA VAREJO e PETROBRAS, por sua vez, sugeriram influência de outros eventos no mercado.

Palavras-chave: Governança Corporativa, informações relevantes e mercado de ações.

ABSTRACT

This research aims to examine the behavior of the stock market value of companies when they join or migrate to one of the differentiated levels of Corporate Governance at B3. For this study, companies that adhered to the levels of Corporate Governance at B3 between the years 2015 and 2019 were selected. Based on the semi-strong form efficiency market hypothesis, which suggests that the market tends to price relevant information, we evaluated how pricing occurs by investors, focusing on verifying these effects stemming from actions to improve Corporate Governance in companies listed on the stock exchange. A quantitative empirical research was conducted to identify, on the B3 portal, companies that adhered to differentiated levels. Then, the method of time series analysis was used to examine the variation in stocks over a specific period (10 days before joining the differentiated levels up to 10 days afterward) for each company, aiming to identify possible patterns and trends arising from these movements. It was found that companies not listed in any governance level and joining differentiated levels showed a linear increase in the value of their stocks. Adhesions to the Novo Mercado were generally well received, as observed in companies such as ATMASA, SINQIA, and VALE, while transitions to Levels 1 and 2 had less expressive reactions, exemplified by BTGP BANCO. Variations in VIA VAREJO and PETROBRAS, on the other hand, suggested influence from other events in the market.

Keywords: Corporate Governance, relevant information and stock market.

LISTA DE QUADROS/TABELAS

Tabela 1 – Adesões e Migrações nos níveis de Governança entre 2015 e 2019	16
Tabela 2 – Observações dos impactos nas ações das empresas	17

LISTA DE GRÁFICOS/FIGURAS

Figura 1 – Tipos de Eficiência.....	12
Figura 2 – Comparativo das principais regras entre os segmentos	15
Figura 3 – Variações das Ações – Adesão.....	19
Figura 4 – Variação das ações da ENERGISA.....	20
Figura 5 – Variação das ações da SANEPAR	20
Figura 6 – Variação das ações da LOJAS AMERIC	21
Figura 7 – Variações das Ações - Migração	22
Figura 8 – Variação das ações da ATMASA	22
Figura 9 – Variação das ações da SINQIA	23
Figura 10 – Variação das ações da VALE	24
Figura 11 – Variação das ações do BTGP BANCO.....	24
Figura 12 – Variação das ações da PETROBRAS	25
Figura 13 – Variação das ações da VIA VAREJO	26

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABNT	Associação Brasileira de Normas Técnicas
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CCSA	Centro de Ciências Sociais Aplicadas
UFPE	Universidade Federal de Pernambuco

LISTA DE SÍMBOLOS

%	Porcentagem
---	-------------

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
1.1. PROBLEMA DE PESQUISA	9
1.2. OBJETIVOS	9
1.2.1. Objetivo Geral	9
1.2.2. Objetivos Específicos	9
1.3. JUSTIFICATIVA	10
2. REFERENCIAL TEÓRICO	11
2.1. HIPÓTESE DOS MERCADOS EFICIENTES	11
2.1.1. EFICIÊNCIA DO MERCADO EM PRECIFICAR INFORMAÇÕES RELEVANTES	11
2.1.2. formas de EFICIÊNCIA	12
2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS SEGMENTOS DE LISTAGEM DA B3	13
2.2.1. PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA ADOTADAS PELAS EMPRESAS	13
2.2.2. SEGMENTOS DE LISTAGEM DA B3	14
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	16
4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS	19
4.1. VARIAÇÃO DO VALOR DAS EMPRESAS QUE ADERIRAM A ALGUM DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	19
4.1.1. VARIAÇÕES PERCENTUAIS POSITIVAS DE ADESÕES	19
4.2. VARIAÇÃO DO VALOR DAS EMPRESAS QUE REALIZARAM MIGRAÇÕES NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	21
4.1.2. VARIAÇÕES PERCENTUAIS POSITIVAS DE MIGRAÇÕES	22
4.2.2. VARIAÇÕES PERCENTUAIS NEGATIVAS DE MIGRAÇÕES	25
CONSIDERAÇÕES FINAIS	28
REFERÊNCIAS	30

1. INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa pode ser definida por uma estrutura de organização envolvendo a direção de uma empresa, seus acionistas e demais partes interessadas, pela qual são traçadas as metas para uma empresa, bem como os caminhos para alcançá-las (OECD, 2004).

Tais aspectos resultam em uma maior divulgação de informações relevantes aos stakeholders. Dessa forma, pode-se inferir que a boa governança pode representar fator de sucesso para a organização, e uma má governança, por sua vez, prejudica a imagem da empresa diante do mercado (Bronstein, 2020).

Convém destacar que o descuido ou menosprezo ao campo moral e reputacional tem acarretado consequências desastrosas para algumas empresas de grande porte no Brasil. Um fato marcante que exemplifica isso é a operação Lava-Jato e seus desdobramentos, resultantes da ilicitude praticada pelas empresas envolvidas. Além disso, houve uma grande divulgação de tais acontecimentos, que expuseram negativamente as empresas, gerando perdas substanciais, inclusive no valor de mercado delas. Nesse cenário, o mercado, de forma geral, exige cada vez mais que as instituições ajam de forma íntegra, transparente e responsável, garantindo a prosperidade e continuidade do negócio a longo prazo. Para materialização desses ideais, uma boa estruturação de governança corporativa nas empresas se torna muito relevante. (Di Miceli da Silveira, 2018).

Visando melhorar as boas práticas de gestão das firmas que negociam ações no mercado brasileiro, a BM&FBOVESPA (Atual B3) criou segmentos de listagem Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, caracterizando-se como níveis diferenciados de Governança Corporativa. Para uma empresa estar em um dos níveis diferenciados, é necessário praticar novas regras societárias, ou seja, de governança corporativa. Dentre elas, pode-se destacar a maior garantia de proteção para acionistas minoritários, maior divulgação de informações aos stakeholders, ampliação da resolução de conflitos, entre outros aspectos. Assim, dependendo de como uma empresa está situada em sua Governança, potenciais investidores podem mensurar como é o funcionamento corporativo a partir de critérios objetivos de princípios de governança.

Como apontam Gama et al. (2013), é bastante claro que as práticas de governança contribuem para melhorar a liquidez dos ativos que são negociados em

bolsa. Isso pode ser explicado pelo fato de uma governança bem estruturada reduzir a instabilidade corporativa e tornar a gestão mais profissional. Assim, as decisões dentro de uma empresa são norteadas pelos valores de igualdade e transparência entre parceiros. Isso permite a expansão gradativa das atividades e construção uma base estratégica sólida para aumentar ainda mais a competitividade da empresa no mercado.

Portanto, o mercado de ações pode conferir credibilidade à adoção de uma boa governança nas organizações, o que aumenta a confiança e a disposição dos investidores em obter e pagar um preço melhor pelas ações vendidas no mercado de ações. (Brasil, Bolsa, Balcão, 2017).

Dessa forma, a principal intenção dessa pesquisa é analisar os reflexos no valor de mercado de empresas que adotaram melhorias na área de governança corporativa, mais precisamente, as que avançaram no nível de classificação da B3 em um determinado recorte de tempo.

1.1. PROBLEMA DE PESQUISA

Nesse contexto, esta pesquisa visa responder a seguinte questão problema: Quais os reflexos no valor de mercado de empresas de capital aberto, listadas na B3, ao aderirem ou migrarem para um dos níveis diferenciados de governança corporativa da B3?

1.2. OBJETIVOS

1.2.1. Objetivo Geral

Analisar, através de pesquisa empírica quantitativa, o comportamento do valor de mercado das ações de empresas listadas na B3 ao realizarem a adesão ou migração em algum dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da B3.

1.2.2. Objetivos Específicos

1. Identificar as empresas listadas na B3 que passaram a integrar os segmentos de listagem ou já pertencentes que migraram entre eles.

2. Analisar a resposta do valor de mercado das empresas em torno da data que aderiram aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da B3.

1.3. JUSTIFICATIVA

A reflexão concernente às boas práticas de Governança Corporativa, bem como os resultados da adoção de tais práticas, é um assunto interessante para discussão, especialmente em um período em que a bolsa de valores está se tornando cada vez mais conhecida pela sociedade, principalmente devido à tecnologia e facilidade de informação.

Diversas empresas estão listadas na bolsa de valores, e é interessante ver as diferentes variações especulativas no mercado, mas um fator que, por vezes, é pouco lembrado, é o da Governança Corporativa de empresas diante do mercado e dos acionistas, que tem o poder de impulsionar ou conter o valor de mercado dessas empresas. Os níveis diferenciados de Governança da B3 podem cooperar para a confiabilidade, podendo agregar valor às empresas que os aderem.

Assim, essa pesquisa busca oferecer uma análise dos impactos das práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras, mais especificamente os efeitos de valor. Ou seja, visa fornecer perspectivas sobre como as melhorias na governança são percebidas, de forma imediata, pelo mercado.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. HIPÓTESE DOS MERCADOS EFICIENTES

2.1.1. EFICIÊNCIA DO MERCADO EM PRECIFICAR INFORMAÇÕES RELEVANTES

Segundo Fama (1970), que desenvolveu a Hipótese dos Mercados Eficientes, o fato de todos os fatores relacionados com determinados ativos afetarem o mercado de forma rápida e inesperada torna impossível prever alterações de curto prazo nos preços das ações.

De acordo com Copeland e Weston (1988), um mercado perfeito é definido, também, pela eficiência das informações, plena competição e indivíduos racionais com o objetivo de maximizar os seus ganhos. Eles defendem, ainda, que o mercado de capitais eficiente é aquele no qual os eventos relevantes específicos refletem rapidamente nos preços dos ativos, possui menos restrições e contém classificações que consideram o tipo de informação incidente nos preços das ações.

Geralmente são preferidas empresas com gestão eficiente e baixo risco que criem valor para os seus acionistas. A hipótese do mercado eficiente, por outro lado, mostra claramente que o mercado tende a ignorar tudo o que é irrelevante, ou seja, informações não relacionadas à empresa. Mas esta hipótese também especifica que o mercado avalia muito rapidamente qualquer nova informação que seja criada, refletida rapidamente ou com pouca flutuação no valor da ação. (Leão, 2001)

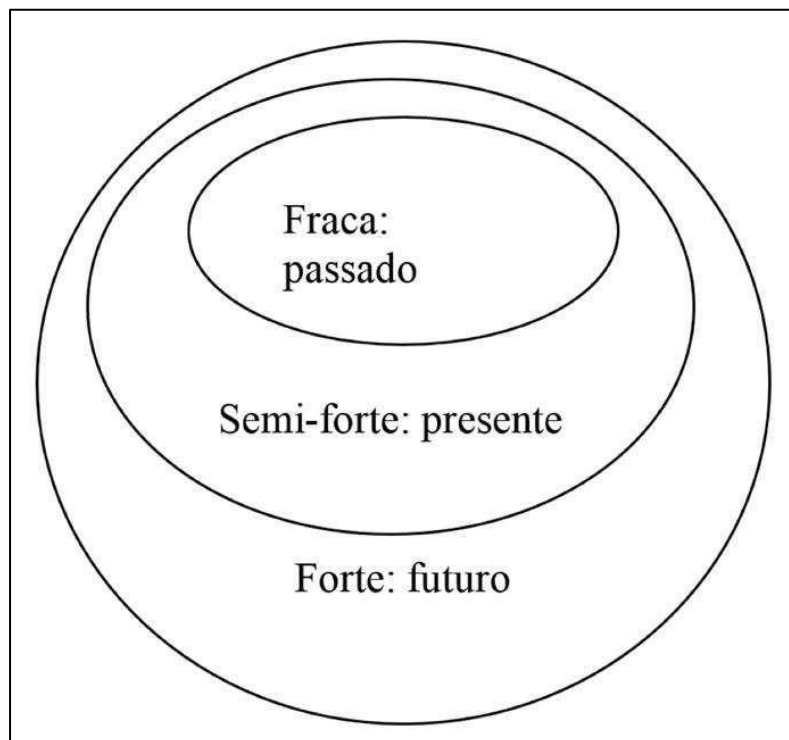
Conforme o modelo de Barbedo, Silva e Leal (2009), em dias de notícias positivas, o mercado de ações executa mais ordens de compra, e em dias de notícias negativas, são executadas mais ordens de venda, enquanto em dias sem notícias, espera-se pouca atividade, por conta dos operadores estarem pouco informados a respeito do mercado. O desequilíbrio das ordens de compra e venda se explica pela participação de operadores informados que participam apenas de um lado do mercado.

2.1.2. FORMAS DE EFICIÊNCIA

Dentro da teoria dos mercados eficientes, foram divididos subgrupos, cada um representando a velocidade com que influenciam no preço dos ativos. Dessa forma, são levadas em consideração as informações do passado, as informações disponíveis de forma pública e todas as informações no geral. Cada um desses tipos de informação, quando aplicados à teoria dos mercados eficientes, são definidos pelas formas de eficiência: Fraca, Forte e Semi-forte. (RABELO JUNIOR; IKEDA, 2004)

Conforme a figura 1, Fama (1970) descreveu que a forma fraca apresenta a tese de que, para a variação dos preços dos ativos, não seriam necessárias as informações a respeito de retornos obtidos no passado. A Forma forte defende que as variações nos preços dos ativos são definidas, principalmente, com base em dados públicos e confidenciais, que não foram tornados públicos. A Forma semi-forte, por sua vez, afirma que as variações nos preços dos ativos são baseadas em informações públicas do passado, porém os preços rapidamente se ajustam às novas informações.

Figura 1: Tipos de eficiência



Fonte: Elaborada a partir de Fama (1970)

O estudo de Forti, Peixoto e Santiago (2009), a partir de uma compilação de dados provenientes dos principais financeiros do Brasil, teve o objetivo de identificar a aceitação e rejeição da Hipótese dos Mercados Eficientes nas suas formas fraca, semi-forte e forte. Concernente a forma fraca, 42% dos trabalhos a aceitam e 58% a rejeitam. Os testes da forma forte tiveram um percentual de 100% de rejeição. Já os testes na forma semi-forte, obtiveram 100% de aceitação dos trabalhos.

A tese concernente à avaliação das operações anunciadas e não efetivadas, foram percebidas evidências que o mercado acionário brasileiro reprecifica os papéis de empresas envolvidas, de acordo com a descrição da hipótese do mercado eficiente na sua forma semi-forte. (JUNIOR, 2008)

2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS SEGMENTOS DE LISTAGEM DA B3

2.2.1. PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA ADOTADAS PELAS EMPRESAS

Foi expresso que, a partir da década de 1990, com as privatizações e a abertura do mercado interno, o Brasil teve um movimento mais dinâmico por boas práticas. Isso ocorreu com o surgimento, em 1995, do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que em 1999 mudou seu nome para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), com o objetivo de estimular as empresas brasileiras a adotarem práticas transparentes em suas gestões. O IBGC publicou, em 1999, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que sofreu atualizações posteriores. Com o tempo, percebeu-se que os investidores pagavam mais caro por empresas que seguiam boas práticas de governança corporativa e que essas práticas beneficiavam não só os interesses dos donos, mas também a continuidade dos negócios. (MEIRA, 2016).

A gestão e a governança da entidade são aprimoradas continuamente pelos mecanismos de governança corporativa, que também reforçam sua responsabilidade perante os interessados, aumentando o valor da empresa para os stakeholders. (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2009).

Conforme exposto por Lima, Magalhães e Fernandes (2022), destaca-se o relacionamento da empresa com todos os interessados que têm ou não interesses financeiros nela, internos ou externos, ou seja, o modelo stakeholder, criando uma governança corporativa mais ampla. Vale ressaltar que uma empresa que segue esse

modelo e que, por meio de sua governança, concretiza seus princípios éticos e cumpre as normas regulatórias, tem fatores que a tornam mais confiável perante o mercado consumidor de seus produtos e serviços. Além disso, conta com a cooperação de todas as partes envolvidas para alcançar seus objetivos.

Os princípios de governança corporativa orientam todas as práticas do Código e geram confiança interna e externa. Transparência é a vontade de informar as partes interessadas sobre o que elas querem saber, não só o que a lei exige. Inclui também os fatores que guiam a gestão e aumentam o valor da organização. Equidade é o tratamento justo e igual de todos os sócios e stakeholders, respeitando seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas. Os agentes de governança devem explicar sua atuação de forma clara, breve, compreensível e rápida, assumindo as consequências de seus atos e omissões e agindo com cuidado e responsabilidade nos seus papéis, além de cuidar da sustentabilidade das organizações, diminuir os impactos negativos e aumentar os positivos dos seus negócios e operações, considerando os vários capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional etc.) no curto, médio e longo prazos. (IBGC, 2015)

2.2.2. SEGMENTOS DE LISTAGEM DA B3

A criação dos segmentos diferenciados de negociação Bolsa de Valores foi um marco na governança corporativa da empresa brasileira desde 2001. Nesse processo, a BM&FBOVESPA (Atual B3) estabeleceu os segmentos diferenciados de negociação B3 - Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Ao firmar o contrato de participação em um segmento, a empresa se compromete a seguir um conjunto de boas práticas de governança exigido pela B3 para o segmento de governança corporativa específico. (Procianoy; Verdi, 2009).

As empresas que querem entrar em um dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) têm a necessidade de aderir a novas normas societárias, ou seja, boas práticas de Governança Corporativa, essas normas trazem aumento nos direitos dos acionistas, proporcionam informações melhores a stakeholders e proporcionam, mais facilmente, soluções de conflitos. (SILVA et al., 2016).

Segundo Lima et al. (2015), o mercado diferenciado tem três níveis: Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), onde as regras de transparência são mais

flexíveis no Nível 1, intermediárias no Nível 2 e muito severas no Novo Mercado. Foram criados pela Bovespa, posteriormente, mais alguns segmentos especiais: O Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2 e Nível básico, mas ainda conforme Lima et al. (2015), as empresas inseridas em tais segmentos não podem ter suas ações caracterizadas com Governança Corporativa Diferenciada, por não serem cobradas as práticas de governança mais avançadas nesses níveis. Pode-se perceber as principais diferenças entre os níveis citados na figura 2 abaixo:

Figura 2: Comparativo das principais regras entre os segmentos

Comparativo das principais regras entre os segmentos			
Bovespa Mais Bovespa Mais Nível 2	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado (a partir de 22/02/2023)
Ações ON e PN (para N2)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações apenas ON
Até 7 anos para atingir o Free Float de 25%	Free Float: Regra geral: 20% e Regra alternativa: 15%	Free Float: Regra geral: 20% e Regra alternativa: 15%	Free Float: Regra geral: 20% e Regra alternativa: 15%
Composição do CA: Mínimo de 3 membros (mínimo de 20% independentes)	Composição do CA: Mínimo de 3 membros (mínimo de 20% independentes) com mandato unificado de até 2 anos	Composição do CA: Mínimo de 5 membros (mínimo de 20% independentes) com mandato unificado de até 2 anos	Composição do CA: Mínimo de 3 membros (mínimo de 20% independentes) com mandato unificado de até 2 anos
Divulgação adicional: Política de negociação de valores mobiliários	Divulgação adicional: Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Divulgação adicional: Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Divulgação adicional: Regimentos do CA e comitês, código de conduta com 5 requisitos e divulgação anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário
Tag Along: 100%	Tag Along: 80%	Tag Along: 100%	Tag Along: 100%
	Reunião Pública anual obrigatória (presencial)	Reunião Pública anual obrigatória (presencial)	Reunião Pública em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras (presencial ou à distância) sobre as informações divulgadas
		Manifestação obrigatória sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (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)
			Obrigatório: comitê de auditoria, área de auditoria interna, funções de compliance, riscos corporativos e controles internos e informações (fatos relevantes) em inglês

Fonte: Elaborada a partir do portal B3

O segmento Novo Mercado, criado em 2000, contém requisitos de governança corporativa e transparência extremamente diferenciados, tornando-se o padrão mais elevado desde a primeira listagem, em 2002, para novas aberturas de capital e empresas que querem fazer ofertas grandes. Nas últimas décadas, o Novo Mercado se tornou um segmento para ações de empresas que seguem práticas de governança corporativa para além da lei. A listagem nesse segmento aumenta os direitos dos acionistas e exige a divulgação de políticas e estruturas de fiscalização e controle. As empresas listadas só podem emitir ações com voto, as ações ordinárias (ON). (B3, 2023).

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para a execução dessa pesquisa, seguiram-se alguns passos. Primeiramente, foram identificadas, no site da B3, entre os anos de 2015 e 2019, as empresas que adotaram algum dos níveis diferenciados de Governança Corporativa ou que já estavam listadas, mas migraram para um nível mais elevado. As empresas que realizaram tais movimentações a partir de 2020 foram desconsideradas por conta do período pandêmico, que afetou negativamente o mercado de forma generalizada. Na tabela 1, consta a lista das 15 empresas encontradas.

Tabela 1: Adesões e Migrações nos níveis diferenciados entre 2015 e 2019

TIPO	EMPRESA	SITUAÇÃO ATUAL		SITUAÇÃO ANTERIOR	
		DATA DA ADESÃO	SEGMENTO	DATA DA ADESÃO	SEGMENTO
ADESÃO	ENERGISA	28/jul/16	N2		
ADESÃO	SANEPAR	21/dez/16	N2		
ADESÃO	LOJAS AMERIC	08/set/17	N1		Básico
ADESÃO	GRUPO NATURA	18/dez/19	NM		
MIGRAÇÃO	ATMASA	21/jul/16	NM	30/abr/13	N2
MIGRAÇÃO	SANTOS BRP	22/ago/16	NM	05/dez/07	N2
MIGRAÇÃO	SINQIA	17/ago/17	NM	10/mai/12	MA
MIGRAÇÃO	VULCABRAS	26/out/17	NM		Básico
MIGRAÇÃO	SUZANO	10/nov/17	NM	05/ago/04	N1
MIGRAÇÃO	VALE	22/dez/17	NM	12/dez/03	N1
MIGRAÇÃO	PETROBRAS	14/mai/18	N2		Básico
MIGRAÇÃO	VIAVAREJO	26/nov/18	NM	16/dez/13	N2
MIGRAÇÃO	BTGP BANCO	13/jun/19	N2		N1
MIGRAÇÃO	NEOENERGIA	01/jul/19	NM		Básico
MIGRAÇÃO	BANCO INTER	19/jul/19	N2	30/abr/18	N1

Fonte: Elaboração própria, baseado na planilha disponível no site da B3

A partir das 15 empresas acima, foi necessário considerar alguns fatos para a continuação da pesquisa. Excluíram-se as empresas que mudaram a suas categorias de ações ou realizaram IPO ou Follow-On a partir da migração ou adesão, pois os dados anteriores também são necessários para fazer a análise comparativa, tanto em relação ao tipo de ação como ao volume negociado no mercado. Logo, preferiu-se que fossem comparados os impactos de valor de mercado entre a mesma categoria de ação. Ou seja, só foram levadas em consideração as empresas que já tinham

ações ordinárias listadas antes da migração ou adesão ou que mantiveram o regime de ações preferenciais ou de Unit.

Foi preferido, dessa forma, fazer a comparação com base na categoria de ações das empresas que compõem a carteira teórica da B3, logo, que têm mais negociação. Ou seja, se uma empresa detém um volume maior de Units sendo negociadas no mercado, a preferência é que a comparação dos valores antes e depois da adesão ou migração aos níveis de Governança seja feita nessa categoria de ação. As observações referentes aos impactos das adesões e migrações de cada empresa foram inseridas na tabela 2 abaixo:

Tabela 2: Observações dos impactos nas ações das empresas

TIPO	EMPRESA	OBSERVAÇÕES
ADESÃO	ENERGISA	Já havia o regime de ações Ordinárias antes da migração
ADESÃO	SANEPAR	Não houve a adoção de ações Ordinárias, então foram comparadas as alterações em ações Preferenciais
ADESÃO	LOJAS AMERIC	Já havia o regime de ações Ordinárias antes da migração
ADESÃO	GRUPO NATURA	A Natura (NATU3) já havia aderido ao Novo Mercado. Houve apenas a transferência de ações para a Holding (NTCO3)
MIGRAÇÃO	ATMASA	Já havia o regime de ações Ordinárias antes da migração
MIGRAÇÃO	SANTOS BRP	Houve a mudança de ações Unit para ações Ordinárias
MIGRAÇÃO	SINQIA	Já havia o regime de ações Ordinárias antes da migração
MIGRAÇÃO	VULCABRAS	A migração marcou a reestreia no mercado. Nova oferta pública (Follow on)
MIGRAÇÃO	SUZANO	Houve a mudança de ações Preferenciais classe A para ações Ordinárias
MIGRAÇÃO	VALE	Já havia o regime de ações Ordinárias antes da migração
MIGRAÇÃO	PETROBRAS	Já havia o regime de ações Ordinárias antes da migração
MIGRAÇÃO	VIAVAREJO	Já havia o regime de ações Ordinárias antes da migração
MIGRAÇÃO	BTGP BANCO	Já havia o regime de ações Ordinárias antes da migração
MIGRAÇÃO	NEOENERGIA	IPO realizado somente após a migração para o Novo Mercado
MIGRAÇÃO	BANCO INTER	Só houve a adesão de ações Ordinárias a partir da migração

Fonte: Elaboração própria com base na planilha disponível no portal da B3

Com base nos critérios definidos e nas observações mencionadas acima, a população da pesquisa foi definida pelas empresas divididas nos dois grupos abaixo:

- Adesão: ENERGISA (ENGI3), SANEPAR (SAPR4) e LOJAS AMERIC (LAME3).
- Migração: ATMASA (CTAX3), SINQIA (SNSL3), VALE (VALE3), PETROBRAS (PETR3) VIAVAREJO (VVAR3) e BTGP BANCO (BPAC3).

Vale ressaltar que as empresas ATMASA e SINQIA tinham outros nomes no período das migrações. A primeira denominava-se CONTAX e a segunda se chamava SENIOR SOL. Ademais, foram desconsiderados para esta análise os dias em que as ações das empresas foram influenciadas por pagamento de dividendos (ED) ou de

juros (EJ), pois o valor final diário das ações, nesses períodos, sofre alguns ajustes, o que impactaria negativamente na pesquisa empírica em questão.

Partindo dessas etapas, acessou-se novamente o site da B3, no qual houve a coleta dos preços históricos referentes ao período de 2015 a 2019. Os valores diários considerados foram sempre de fechamento do pregão e a amostra colhida foi de 10 dias antes até 10 dias depois do fato (migração ou adesão) para todas as empresas selecionadas.

Para analisar o comportamento desses dados, adotou-se a metodologia da análise de séries temporais. Essa abordagem permite examinar padrões e tendências nos dados ao longo do tempo, através da comparação dos valores das ações das empresas mencionadas acima, ao longo dos dias que antecederam e sucederam a adesão ou migração aos níveis diferenciados de governança da B3, com o intuito de observar possíveis impactos oriundos das mudanças ocorridas.

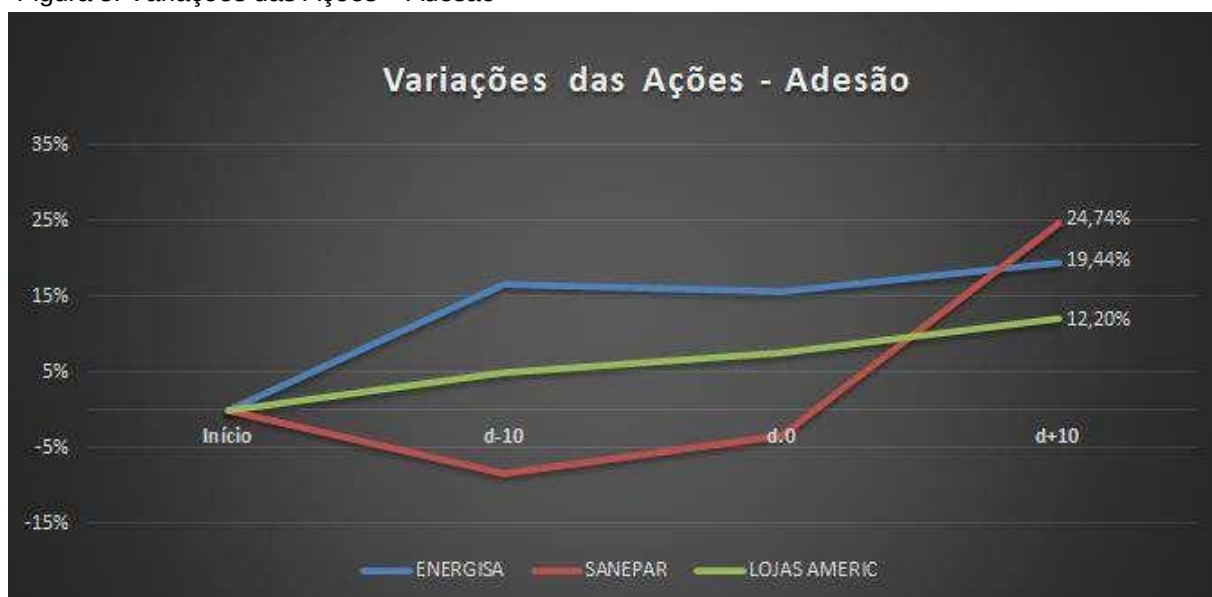
Essa abordagem permitiu uma maior compreensão do comportamento das ações das empresas em resposta às mudanças em suas práticas de governança, fornecendo insights sobre os efeitos dessas mudanças no mercado financeiro.

4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

4.1. VARIAÇÃO DO VALOR DAS EMPRESAS QUE ADERIRAM A ALGUM DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Na figura 3, pode-se observar a variação dos preços das ações de empresas que não estavam inscritas em nenhum nível diferenciado de Governança Corporativa da B3 e realizaram a adesão.

Figura 3: Variações das Ações – Adesão



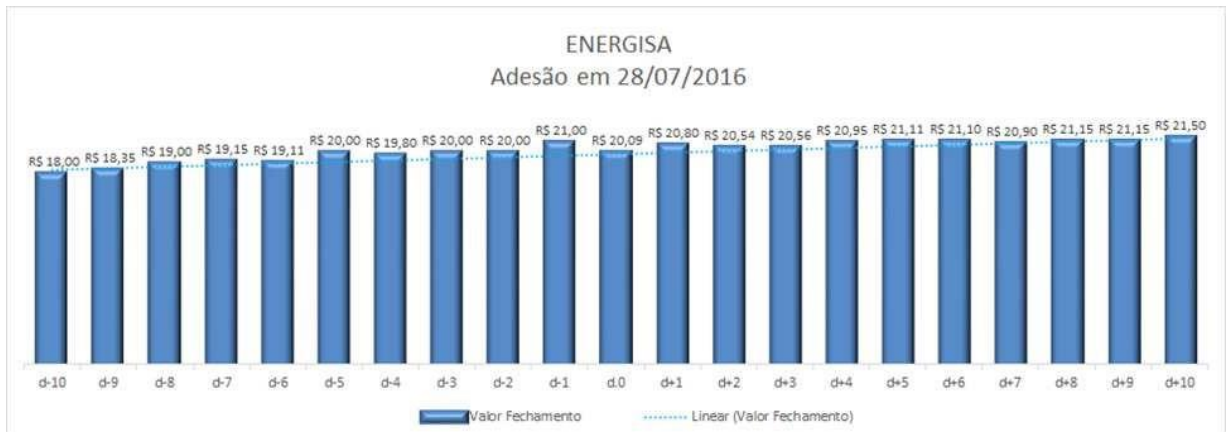
Fonte: Elaboração Própria

Todas as empresas tiveram aumentos positivos nas ações entre 10 dias antes e após a adesão, com destaque para a SANEPAR, que teve uma evolução mais significativa a partir do primeiro dia após a adesão, enquanto ENERGISA e LOJAS AMERIC apresentaram aumentos mais estáveis, o que não indica uma influência direta imediata das duas adesões.

4.1.1. VARIAÇÕES PERCENTUAIS POSITIVAS DE ADESÕES

Foi avaliada, primeiramente, a variação de valor nas ações Unit da ENERGISA, empresa de distribuição de energia elétrica, após aderir ao Nível 2 de Governança da B3, como evidencia a figura 4:

Figura 4: Variação das ações da ENERGISA

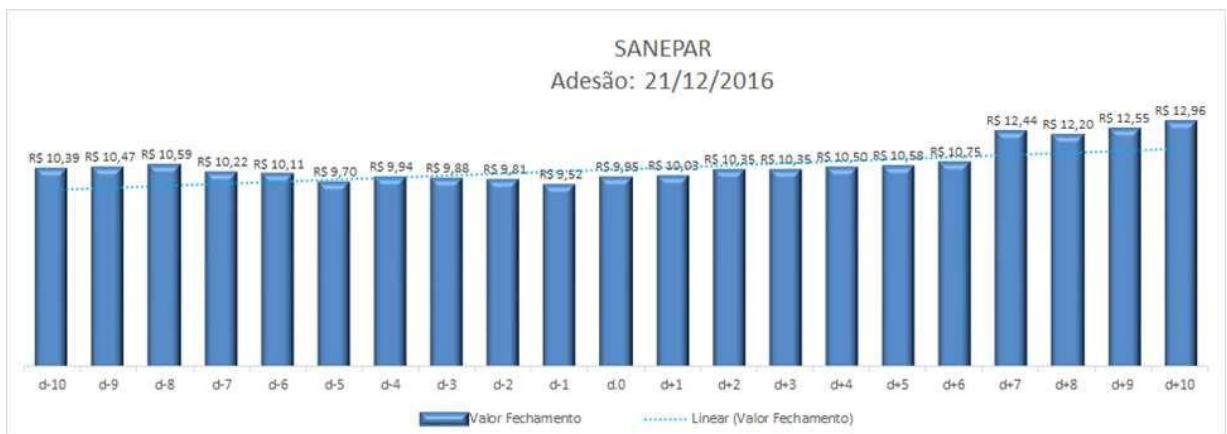


Fonte: Elaboração própria com base nos dados históricos de 2016 da B3

Essa decisão teve um impacto positivo no valor das suas ações, que tiveram uma variação percentual positiva de 19,44% no período. No entanto, o mercado certamente já havia antecipado a adesão antes do d.0 (dia da migração efetiva), pois a maior variação ocorreu nos 10 dias anteriores. Ainda assim, foi possível verificar uma continuidade dos aumentos no preço das ações após a data da adesão.

Como evidencia a figura 5 abaixo, a SANEPAR realizou a adesão ao Nível 2 de Governança da B3, em suas ações preferenciais.

Figura 5: Variação das ações da SANEPAR



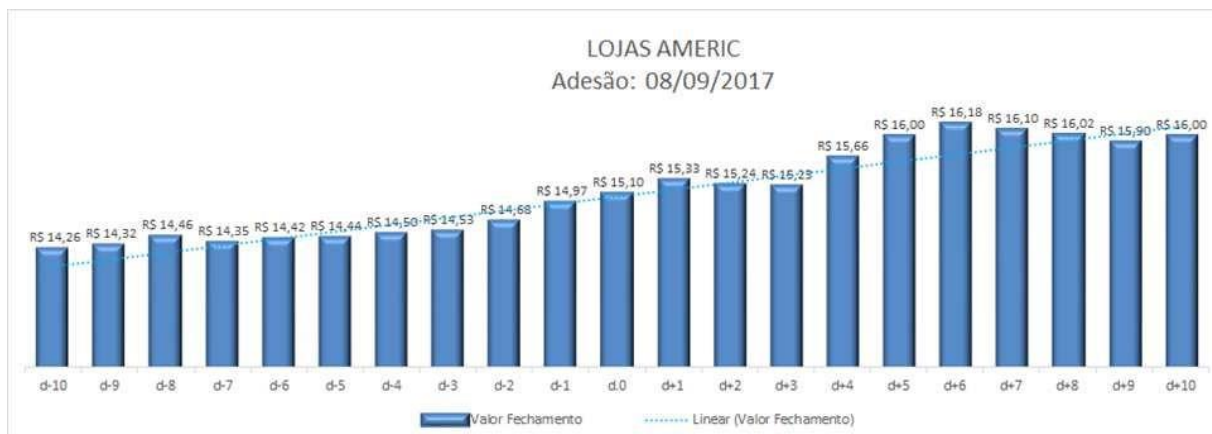
Fonte: Elaboração própria com base nos dados históricos de 2016 da B3

Essa decisão teve um impacto positivo no desempenho das suas ações, que apresentaram uma variação percentual positiva de 24,74% no período em questão. No entanto, no recorte temporal de 10 dias antes de aderir ao Nível 2, as ações da SANEPAR sofreram uma queda de cerca de 8% no seu valor. Essa queda foi revertida

logo após a adesão ao Nível 2, quando as ações da empresa passaram a ter uma alta expressiva.

A LOJAS AMERIC S.A, uma empresa de varejo que opera em diversos segmentos, optou por aderir ao Nível 1 de Governança da B3 no mês de setembro de 2017, em suas ações ordinárias, conforme a Figura 6:

Figura 6: Variação das ações da LOJAS AMERIC



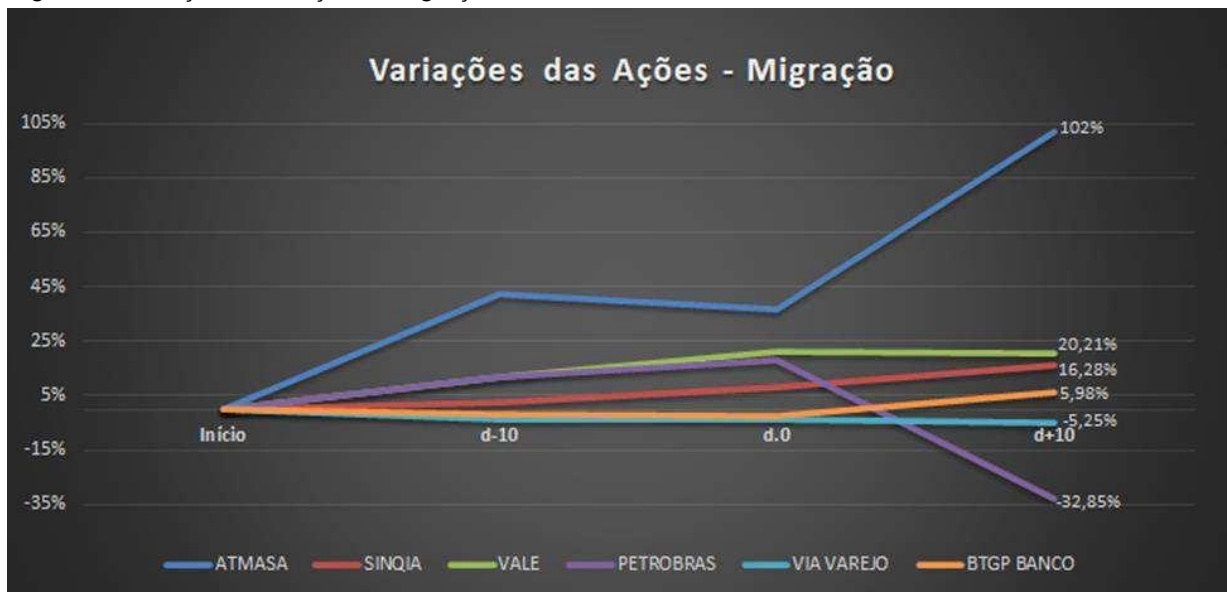
Fonte: Elaboração própria com base nos dados históricos de 2017 da B3

Essa decisão teve um impacto positivo no valor das suas ações, que registraram uma variação percentual positiva de 12,20% no período apurado na figura 6 abaixo. Diferentemente da SANEPAR S.A, que teve uma alta abrupta após aderir ao Nível 2, as ações da LOJAS AMERIC S.A tiveram um aumento gradual e constante ao longo dos dias.

4.2. VARIAÇÃO DO VALOR DAS EMPRESAS QUE REALIZARAM MIGRAÇÕES NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Na figura 7 abaixo, foi possível identificar a variação percentual no valor das ações de empresas que já eram inscritas em algum nível de Governança Corporativa da B3 e realizaram uma migração para outro nível mais elevado:

Figura 7: Variações das Ações - Migração



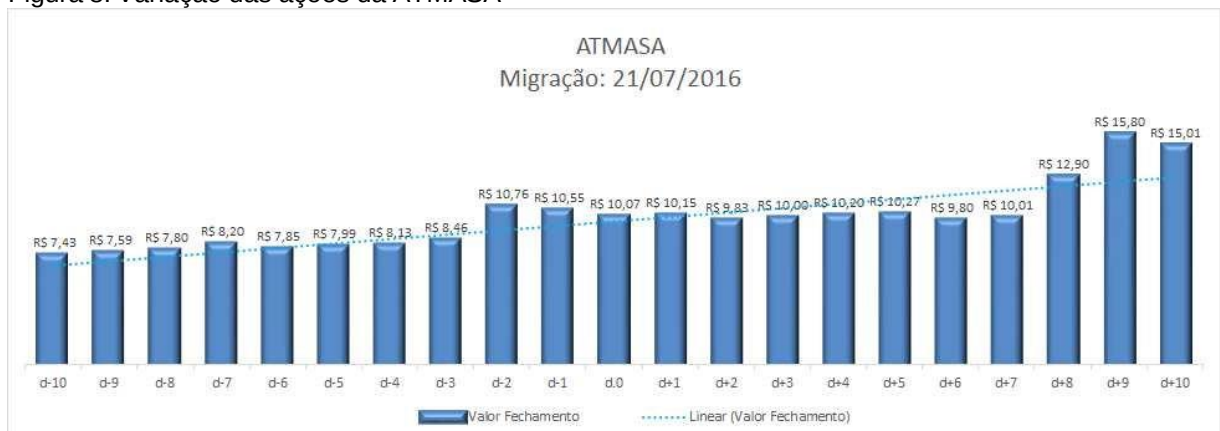
Fonte: Elaboração Própria

Em relação a variação percentual, houve quatro empresas com uma variação positiva e duas com variação negativa, partindo de um período de 10 dias antes da migração até 10 dias após a migração.

4.1.2. VARIAÇÕES PERCENTUAIS POSITIVAS DE MIGRAÇÕES

Conforme a figura 8, a ATMASA (antiga CONTAX) passou do Nível 2 de Governança para o Novo Mercado em suas ações ordinárias:

Figura 8: Variação das ações da ATMASA



Fonte: Elaboração própria com base nos dados históricos de 2016 da B3

Essa mudança teve um impacto positivo no valor das suas ações, que tiveram uma variação percentual positiva de 102% no período em questão. Antes da migração, as

ações da ATMASA tiveram um aumento de aproximadamente 33%, mas a maior variação ocorreu logo após a migração, o que indica que o mercado precificou bem essa iniciativa. No caso da ATMASA, a adesão ao Novo Mercado foi bem recebida pelos investidores e refletiu positivamente no desempenho das suas ações.

A SINQIA (antiga SENIOR SOL) é uma empresa de tecnologia que atua no mercado financeiro. Em 2023, ela migrou do Nível Bovespa Mais de Governança para o Novo Mercado em suas ações ordinárias, conforme indica a figura 9:

Figura 9: Variação das ações da SINQIA



Fonte: Elaboração própria com base nos dados históricos de 2017 da B3

Essa mudança teve um impacto positivo no valor das suas ações, que tiveram uma variação percentual positiva de 16,28% no período em questão. A maior valorização ocorreu logo após a data da migração, o que indica que o mercado precificou bem essa iniciativa.

A figura 10, referente à VALE, empresa brasileira do setor de mineração e metais, que optou por adotar a mudança do Nível 1 de Governança para o Novo Mercado em suas ações ordinárias, no ano de 2017.

Figura 10: Variação das ações da VALE

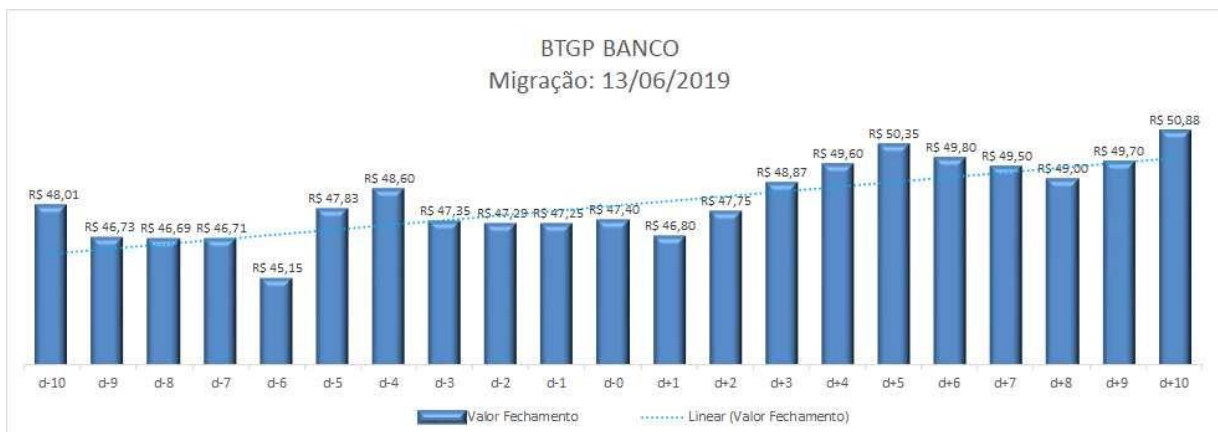


Fonte: Elaboração própria com base nos dados históricos de 2018 da B3

Essa decisão teve um impacto positivo no valor das suas ações, que registraram uma variação percentual positiva de 20,21% no período em questão. Durante esse período, o crescimento no preço das ações foi homogêneo, e ao fim dos 10 dias após a migração, o valor das ações se estabilizou.

O BTGP BANCO, que adotou a mudança do Nível 1 de Governança para o Nível 2 em suas ações Unit, teve uma variação percentual positiva de 5,98% em suas ações, ou seja, foi possível verificar uma variação gradual e não muito significativa, conforme a figura 11:

Figura 11: Variação das ações do BTGP BANCO



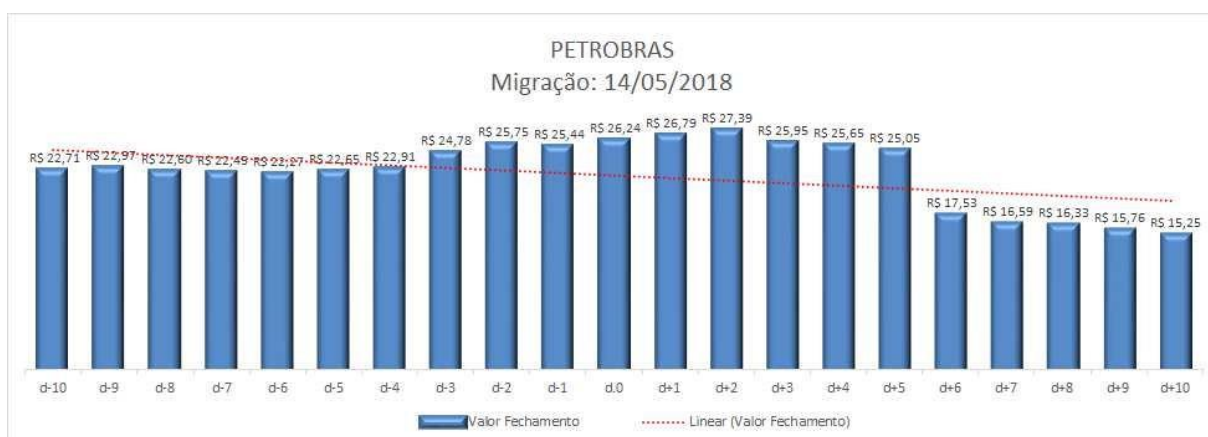
Fonte: Elaboração própria com base nos dados históricos de 2019 da B3

Porém, vale ressaltar que a variação do preço das ações indicava uma tendência de diminuição dos valores. Contudo, a partir do d.0 (data de migração para o Nível 2), essa tendência foi alterada para um aumento, ainda que gradual, do preço das ações.

4.2.2. VARIAÇÕES PERCENTUAIS NEGATIVAS DE MIGRAÇÕES

A PETROBRAS, que adotou a mudança do Nível básico de Governança para o Nível 2 em suas ações preferenciais, teve uma variação percentual negativa de 26,59% em suas ações. É interessante observar que o valor das ações estava em uma subida constante e expressiva desde 3 dias antes até 5 dias após a migração:

Figura 12: Variação das ações da PETROBRAS



Fonte: Elaboração própria com base nos dados históricos de 2018 da B3

Como se pode observar na figura 5 acima, estava ocorrendo um aumento gradual das ações da PETROBRAS, inclusive sendo impulsionado pela notícia da migração para o Nível 2 de governança da B3. Porém, a partir do d+6, foi observada uma queda expressiva no valor das ações. Tal fato pode ser explicado pela ocorrência de uma outra notícia, que se caracterizou mais importante, de imediato, que a migração ao Nível 2 de Governança da B3. Entre os dias 21/05/2018 (identificado como d+5) e 04/06/2018 (identificado como d+6) foi divulgada a notícia da redução do diesel, fazendo com que os preços das ações caíssem 14,5% no dia 24/05/2018, data do anúncio. Identificou-se que o preço da ação não voltou ao normal e continuou apresentando uma tendência de queda, indicando o impacto negativo que esse período ocasionou no seu desempenho. (“Ações da Petrobras desabam 14,5%, após redução do diesel; Bolsa cai”, [s.d.]).

A VIAVAREJO, que migrou do Nível 2 para o Novo Mercado em suas ações ordinárias, teve uma variação percentual negativa de 5,25% em suas ações. Nesse caso, não foi possível identificar uma variação positiva decorrente da migração

realizada. Pelo contrário, o que foi identificado, principalmente, foi um movimento precavido dos investidores, gerando uma queda lenta e gradual, conforme a figura 13:

Figura 13: Variação das ações da VIA VAREJO



Fonte: Elaboração própria com base nos dados históricos de 2018 da B3

Ao acessar o portal da XP ¹, no qual são emitidas opiniões de especialistas em relação a situação das ações de diversas empresas listadas na bolsa, foi verificado um outro fato relevante que pode explicar o fraco desempenho após a migração. A análise publicada no dia 24/07/2018 pela estrategista de ações Betina Roxo no portal, aborda, entre outros temas, o seguinte:

“Ontem, a Via Varejo também anunciou proposta de migração para o Novo Mercado e unificação de ações na razão de 1×1. Vemos a iniciativa como positiva e alinhada com as principais métricas de governança, mas esperamos volatilidade dada incerteza sobre uma potencial venda da participação do Grupo Pão de Açúcar (que detém 43% do total das ações da Via Varejo) diretamente para o mercado, enquanto que o resultado não deve trazer um grande alívio.” (“Via Varejo: Resultados do 2T18 em linha; Proposta de migração para Novo Mercado”, 2019).

Em síntese, pôde-se identificar uma tendência de aumento linear no valor das ações de todas as empresas que não eram listadas e aderiram a um dos Níveis diferenciados de governança da B3. No entanto, observou-se um aumento notável no

¹ <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/via-varejo-resultados-do-2t18-em-linha-proposta-de-migracao-para-novo-mercado/>

valor das ações da SANEPAR logo após o dia da sua adesão, enquanto ENERGISA e LOJAS AMERIC exibiram aumentos mais estáveis em todo o período analisado, indicando uma influência menos direta e imediata das respectivas adesões. As Migrações de um dos níveis de governança para o Novo Mercado foram, em geral, bem recebidas pelo mercado, especialmente as da ATMASA e SINQIA, que obtiveram valorizações maiores após a data de migração. A VALE, por sua vez, teve aumentos gradativos durante todo o período, demonstrando uma repercussão menos significativa da sua migração no preço das ações. Migrações para os Níveis 1 e 2 tiveram uma reação menos expressiva, como a do BTGP BANCO para o Nível 2. As oscilações negativas observadas nas ações da VIA VAREJO e da PETROBRAS, mesmo após suas respectivas migrações a níveis diferenciados, sugerem a possibilidade de influência de outros acontecimentos no mercado, os quais podem ter contribuído para a queda nos valores das ações.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

No trabalho em questão, foi factível alcançar o objetivo traçado de entender como as empresas brasileiras listadas na B3 adotam novas práticas de Governança Corporativa visando alavancar o funcionamento interno e a confiança dos investidores, para poder valorizar as suas ações e, principalmente, verificar esses impactos de forma quantitativa. A análise se dividiu em duas etapas, a das empresas que não estavam listadas em nenhum segmento de Governança da B3 e aderiram a algum dos níveis e as empresas que já tinham aderido a algum nível e realizaram uma migração, elevando a sua estrutura de Governança. Nesse contexto, analisou-se como o mercado precificou, de forma imediata, esses movimentos, o que se traduz no preço das ações.

Concernente às empresas que não estavam listadas em nenhum dos níveis de governança da B3 e aderiram a algum dos níveis diferenciados, o resultado obtido foi positivo. Mesmo que no período de 2015 a 2019 apenas três empresas tivessem realizado a adesão, todas as três tiveram bons resultados imediatos no valor de suas ações, o que enaltece a confiança por parte dos investidores quando o cenário de Governança se altera de forma significativa. Nenhuma das três empresas aderiu ao Novo Mercado, que é o Nível de Governança mais diferenciado da B3, e ainda assim os resultados foram satisfatórios. Vale ressaltar que, com exceção da SANEPAR, as outras vinham com tendência crescente nos preços, logo, não é possível afirmar que a adesão provocou impactos positivos de imediato.

Em relação às empresas que realizaram a migração de um Nível de Governança da B3 para outro nível mais elevado, os resultados não foram uniformes como os das adesões. Foi possível observar que nas migrações para o Novo Mercado, o mercado, em geral, precificou positivamente essa movimentação, como foram os casos da ATMASA, SINQIA e VALE, com destaque para a ATMASA, que teve uma alta expressiva logo após a data da migração, o que indica a grande influência positiva que esse movimento causou, uma vez que não foram identificados outros fatos relevantes no mesmo período. Já a migração do Nível 1 para o Nível 2 realizada pelo BTGP BANCO não ocasionou valorizações expressivas, apesar de positivas, pois representam níveis de Governança bastante semelhantes, ou seja, não foi uma mudança muito relevante aos olhos dos investidores. Vale apontar, ainda, que o caso da VIA VAREJO, apesar de ter representado uma variação negativa, não indica uma

influência direta da migração, uma vez que a variação foi muito baixa, e o mercado estava instável por conta de outras notícias e especulações. Já na PETROBRAS, que teve uma grande desvalorização em suas ações três dias após a notícia da migração, encontrou-se outro fato relevante para os investidores, exatamente nesse período, que acabou sendo mais determinante para a variação negativa das ações do que a notícia da migração dos níveis de Governança.

Fica claro que, de fato, as adesões a níveis diferenciados de Governança são bem precificadas pelo mercado, uma vez que esse fato relevante gera uma maior confiabilidade para os investidores. No caso das migrações, por sua vez, é possível identificar uma influência positiva nos preços das ações, principalmente quando a migração é realizada para o Novo Mercado, que representa o nível mais diferenciado que uma empresa listada na bolsa pode atingir. Porém, também é uma realidade que outras informações relevantes podem ter um impacto imediato maior que o impacto de uma melhoria na governança corporativa de uma empresa.

Buscou-se, com esse estudo, apoiar a compreensão de como a melhoria na Governança Corporativa das empresas pode impactar no valor de mercado delas, baseado nesse fato relevante, gerando aumento da confiabilidade dos investidores. Como futuros estudos, é de grande valia analisar relação de outros fatos relevantes que influenciem significativamente na precificação das ações de empresas pelo mercado, bem como os efeitos de longo prazo oriundos da adesão a níveis mais diferenciados de governança corporativa na B3.

REFERÊNCIAS

OECD. OECD Principles of Corporate Governance - 2004 Edition. [s.l.: s.n.]. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>>.

BRONSTEIN, Michele. Levantamento bibliométrico: governança corporativa, teoria da agência e teoria dos stakeholders no campo da administração. Revista Cadernos de Negócios, v. 1, n. 1, p. 24-45, 2020. Disponível em: <<https://www.unifeso.edu.br/revista/index.php/cadernosdenegocios/article/view/2417/911>>. Acessado 10 Jan. 2023.

Di Miceli da Silveira, A. Ética Empresarial na Prática: Soluções para gestão e governança no século XXI. 9788550802251: Alta Books Editora, 2018.

Gama, Uelington de Oliveira et al. GOVERNANÇA CORPORATIVA: VALOR DE MERCADO DAS AÇÕES NO BRASIL E O NOVO MERCADO. [s.l.: s.n.]. Disponível em: <<https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos13/6218612.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2023.

BALCÃO, Brasil Bolsa. Segmentos de listagem. Recuperado em, v. 27, 2017 de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobresegmentos-de-listagem/

FAMA, E. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work, Journal of Finance 25, p. 383-417, 1969. Publicado em maio de 1970.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F. Financial theory and corporate policy. 3. ed. Reading: Addison-Wesley, 1988.

Vista do Resultados contábeis e preços de ações: a hipótese do mercado eficiente em uma abordagem positiva. Disponível em: <<http://periodicos.pucminas.br/index.php/economiaegestao/article/view/130/120>>. Acesso em: 25 ago. 2023.

BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C. DA; LEAL, R. P. DA C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. *Revista Brasileira de Economia*, v. 63, n. 1, mar. 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rbe/a/QnxYJMjzDbcj9XtTr69byP/?lang=pt&format=html>

RABELO JUNIOR, T. S.; IKEDA, R. H. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 15, n. 34, p. 97–107, abr. 2004. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/Jm6FBKQqVW4J67FxrY9pjP/>

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO Fernanda Maciel; SANTIAGO, Wagner de Paulo. Hipótese da Eficiência de Mercado: Um Estudo Exploratório no Mercado de Capitais Brasileiro. *Gestão & Regionalidade*, v. 25, n. 75, 1 jan. 2009. Disponível em: https://www.seer.uscs.edu.br/index.php/revista_gestao/article/view/188/111

JUNIOR, Jorge Vieira da Costa. Retornos Anormais Versus Performances Operacionais Anormais de Firms Brasileiras Envolvidas em Fusões e Aquisições no Período de 2002 a 2006. Tese (Pós-Graduação em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, p. 145. 2008. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-30062008-113212/publico/Tese.pdf>

MEIRA, A. A Inclusão do Assento Para o Representante dos Empregados em Conselhos de Administração e sua Contribuição Para um Novo Modelo de Governança Corporativa: O Caso da Petrobras. Dissertação (Mestrado em Sistemas de Gestão) – Universidade Federal Fluminense. Niterói, p. 159. 2016. Disponível em: <https://app.uff.br/riuff/bitstream/handle/1/3980/Dissert%20ALINE%20DE%20CARVALHO%20MEIRA.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Aguilera, R., and Cuervo-Cazurra, A. 2009. Codes of good governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3): 376-387.

LIMA, R. A.; MAGALHÃES, Á. DE A. A.; FERNANDES, A. L. D. GOVERNANÇA CORPORATIVA: MATERIALIZAÇÃO ÉTICO-NORMATIVA E ELEMENTO PROPULSOR DE NOVOS ATORES DO CONTEXTO GLOBALIZANTE. *Meritum, Revista de Direito da Universidade FUMEC*, 3 jun. 2022. Disponível em: <http://revista.fumec.br/index.php/meritum/article/view/8335>

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. (5ed.), São Paulo: IBGC

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S.; Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 Determinantes e Conseqüências. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 7, n. 1, p. 107-136. 2009. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305824747005>. Acesso em: 04 set. 2023.

SILVA, S. H. O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. A.; DOS SANTOS, S. M.; PESSOA, M. N. M. Os Níveis de Governança Corporativa da BMF&Bovespa Aumentam a Liquidez das Ações?. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, v. 13, n. 3, p. 248-263, 2016

LIMA, R. A.; MAGALHÃES, Á. DE A. A.; FERNANDES, A. L. D. GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO: UMA ANÁLISE DOS INDICADORES DE DESEMPENHO ENTRE OS TRÊS NÍVEIS DO MERCADO DIFERENCIADO DA BM&FBOVESPA. *REGE*, São Paulo, v. 22, n. 2, p. 187-204, abr./jun. 2015.

B3. Segmentos de listagem. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em 06 setembro 2023.

Ações da Petrobras desabam 14,5%, após redução do diesel; Bolsa cai. Disponível em:

<<https://economia.uol.com.br/cotacoes/noticias/redacao/2018/05/24/petrobras-bolsa-acoes-fechamento.htm>>. Acesso em: 14 set. 2023.

Via Varejo: Resultados do 2T18 em linha; Proposta de migração para Novo Mercado. Disponível em: <<https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/via-varejo-resultados-do-2t18-em-linha-proposta-de-migracao-para-novo-mercado/>>. Acesso em: 14 set. 2023.