



VALUE RELEVANCE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONTRIBUIÇÃO DOS SEGMENTOS ESPECIAIS DA B3

José Glauber Cavalcante dos Santos

Doutorado

Universidade Federal do Ceará (UFC)

glaubersantos@ufc.br

Adonay Phillipi Castro Rios Fonteles

Graduação

Universidade Federal do Ceará (UFC)

adonayphillipi@alu.ufc.br

Larissa Barros Castelo Branco

larissabcb1705@gmail.com

Graduação

Universidade Federal do Ceará (UFC)

Jáder Gabriel Gomes Pimentel

Graduação

Universidade Federal do Ceará (UFC)

pimentel.jader2021@gmail.com

Paulo Henrique Nobre Parente

Doutorado

Universidade Federal do Ceará (UFC)

paulo.parente@ufc.br

RESUMO

Neste estudo foi investigado se a governança corporativa sinalizada aos investidores por meio da participação das empresas nos segmentos de listagem da bolsa de valores brasileira dispõe de conteúdo informacional incremental relevante. Examina-se o mercado de capitais por meio das empresas de capital aberto listadas na bolsa de valores brasileira. A pesquisa soma 516 observações válidas, após exclusões, 264 em 2021 e 252 em 2022. Foi aplicada uma variação do modelo de avaliação de Ohlson (1995) adotada por Collins, Maydew e Weiss (1997). Como variável de interesse, assumiu-se gov_{it} que representa a participação das firmas nos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores brasileira – Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2) e Nível 1 (N1). Os modelos foram estimados a partir de regressões lineares múltiplas processadas pelo método dos mínimos quadrados ordinários na definição dos parâmetros. Os resultados sugerem que a participação das empresas nos segmentos de listagem reflete conteúdo informacional que é capaz de alterar a expectativa dos investidores sobre os fluxos de caixa futuros. Empresas que participam dos segmentos diferenciados têm, na média, melhor avaliação de mercado. Conclui-se que a governança corporativa é um fator capaz de gerar diferenças de avaliação nas empresas e deve ser incluída nos modelos de decisão de investimento e seleção de portfólios que busquem a maximização do valor das firmas.

Palavras-chave: Assimetria informacional. Relevância contábil. Seleção adversa. Governança.

1 INTRODUÇÃO

Este estudo investiga se a governança corporativa sinalizada aos investidores por meio da participação das empresas nos segmentos de listagem da bolsa de valores brasileira dispõe de conteúdo informacional incremental relevante.

Casos recentes no mercado de capitais brasileiro puseram em xeque a contribuição dos segmentos de listagem da bolsa de valores (Brasil Bolsa Balcão – B3) na condição de selos que

informam aos investidores a adesão a regras de governança corporativa diferenciadas. Em 2020, são descobertas inconsistências contábeis na IRB (IRBR3). A Americanas (AMER3), no início de 2023, teve reveladas fraudes contábeis que superavam R\$ 20 bi. Ainda em 2023, a Magazine Luiza (MGL3) comunicou ao mercado a existência de incorreções nos lançamentos contábeis que inflaram seus resultados.

Nesse três casos, as ações das empresas sofreram forte desvalorização após os eventos virem a público. Chama atenção que IRB, Americanas e Magazine Luiza, na época, pertenciam ao Novo Mercado (NM), segmento de listagem criado pela B3 em 2000 que pretende conduzir as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa. Além desse, há o Nível 2 (N2) e o Nível 1 (N1), segmentos com regras menos rígidas, porém destinados a reconhecer empresas que, voluntariamente, aderem a boas práticas de governança além do que a legislação exige.

Pode-se classificar a governança corporativa de acordo com os seus mecanismos, sendo ela externa (imposições de mercado, regulação, auditoria externa e fontes privadas de controle) e interna (incentivos, conselhos, dispositivos contratuais e estrutura de capital e de propriedade (Cremers & Nair, 2005; Gillan, 2006; Rodrigues, Samagaio, & Felício, 2020). Os segmentos especiais da B3 (NM, N2 e N1) funcionam como mecanismo externo que ajuda investidores a qualificar a governança corporativa das empresas atuantes no mercado brasileiro.

Em mercados emergentes, o alinhamento a melhores práticas de governança corporativa tem consequências diferentes das esperadas em mercados desenvolvidos em razão do grau de diversidade interna dada pela variação das condições políticas, econômicas e legais (Pargendler, 2014). Isso porque, nos mercados em desenvolvimento, há forte concentração de propriedade e um pequeno grupo de famílias detém a riqueza das corporações, o que facilita as expropriações de minoritários (Morck & Yeung, 2003; Ararat, Claessens, & Yurtoglu, 2021).

A adesão a boas práticas de governança corporativa resulta em mudanças no controle e redução de poder nas estruturas de propriedade estabelecidas (Morck & Yeung, 2003; Ararat, *et al.*, 2021). Por exemplo, firmas que aderem ao Novo Mercado (NM), segmento de listagem mais exigente da B3, possuem apenas ações ordinárias, realizam esforços de dispersão acionária e devem possuir comitê de auditoria e auditoria interna. Braga-Alves e Morey (2012) afirmam que, nessa situação, as empresas pretendem compensar o risco político do país melhorando sua governança corporativa.

Nesse contexto, esta pesquisa considera que a governança corporativa sinalizada pela participação das empresas nos segmentos de listagem é uma informação relevante no mercado de capitais brasileiro e, portanto, capaz de explicar alterações no valor de mercado. Um aspecto pertinente que sustenta essa proposição é a atuação da governança corporativa como mecanismo reparador da assimetria informacional entre principal e agente, amenizando a percepção de risco sobre os fluxos de caixa futuros (Ali, Liu, & Su, 2018; Band, 1992; Hege, Huston, & Laing, 2021; Solomon, Solomon, Norton, & Joseph, 2000).

Argumenta-se que os investidores elevarão as projeções de fluxos de caixa futuros das empresas com melhores práticas de governança corporativa, pois tais práticas são mecanismos com os quais os proprietários limitam divergências com gestores (Jensen & Meckling, 1976). A teoria da agência identifica que a separação entre gestão e propriedade produz conflitos que devem ser reparados. A literatura documenta que o fortalecimento da governança corporativa incentiva políticas anticorrupção nas empresas (Koprowski, Krein, Mazzioni, & Magro, 2021), relaciona-se com a redução do risco e aumento do valor das empresas (Ali *et al.*, 2018; Lameira, 2012), melhora a qualidade e a confiança das informações contábeis (Rodrigues *et al.*, 2020; Siekkinen, 2016), restringe o gerenciamento de resultados (Shan, 2015).

Este estudo diferencia-se em termos de abordagem e método, portanto, já que considera a governança corporativa como informação relevante para o mercado com reflexo no valor das empresas. Essa perspectiva de análise é possível a partir da teoria de Ohlson (1995), que ainda não foi abordada em estudos prévios correlatos ao tema, especialmente no Brasil. Além disso,

a questão da relevância informacional da governança corporativa em mercados emergentes é um tema que merece atenção devido às características desses mercados no tocante ao ambiente de baixa proteção legal dos investidores (Terra & Lima, 2006). Diversos estudos (Al-Hiyari, Kolsi, Lutfi, Shakkour, & Alhumah, 2024; Braga-Alves & Morey, 2012; Caixe, 2022; Iatridis, 2013; Miranda-López & Tama-Sweet, 2024; Shan, 2015; Wu, Lin, Chen, Luo e Xu, 2023) têm investigado a governança corporativa em mercados emergentes, mas não questionaram o valor dela como informação para os investidores.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESE

2.1 Governança corporativa como informação relevante

Neste estudo, define-se a governança corporativa como o conjunto de mecanismos que institui o processo de supervisão e controle eficientes que intenta garantir que a gestão atue em consonância com os interesses dos acionistas e proprietários (Solomon *et al.*, 2000). Ali *et al.* (2018) defendem que empresas com melhor governança corporativa executam monitoramento mais rigoroso de gestores e isso poderá reduzir assimetria informacional e aumentar a eficácia das decisões gerenciais.

Myers e Majluf (1984) estabelecem que a assimetria informacional é uma condição pré-existente e gestores e investidores reconhecem essa realidade. Na existência de mecanismos de monitoramento, os gestores tendem a tomar boas decisões, porque sabem que serão julgados a partir dos resultados das suas escolhas. Seguindo essa lógica, a governança corporativa funciona como instrumento da gestão de riscos, já que seu objetivo é evitar que ocorram certas decisões que prejudicam os interesses dos proprietários (Dervishi & Kadriu, 2014).

Diante disso, a governança corporativa passa a ser compreendida como um instrumento essencial para o mercado de capitais, especialmente para as economias emergentes e com baixa proteção legal dos investidores. Segundo Terra e Lima (2006), a baixa proteção legal favorece a concentração de propriedade, tornando-se quase uma regra em países como o Brasil. Por isso, acionistas minoritários são mais vulneráveis à expropriação. A governança corporativa é ligada aos princípios que governam o processo decisório (Terra & Lima, 2006). Destarte, as empresas precisam sinalizar ao mercado esforços para redução desses riscos.

Conforme a teoria de Ohlson (1995), o valor das empresas é essencialmente explicado pelos lucros e pelo patrimônio residual dos sócios. Todavia, existem condições que impedem a contabilidade de reportar toda a informação relevante nas demonstrações financeiras. Com isso, há outras informações relevantes que alteram a previsão de lucros futuros e que os investidores precificam (Ohlson, 1995). Collins, Kothari, Shanken e Sloan (1994) citam que fluxos de caixa futuros associados a novos investimentos, gastos com inovação ou mudanças nas condições de mercado são exemplos do que seriam outras informações conforme Ohlson (1995). Tais eventos e informações geram revisões nas expectativas do mercado e mudanças de preços.

Kothari (2001) explica que proprietários, investidores e credores detêm interesse óbvio no valor das empresas, que é o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados descontados a uma taxa de retorno ajustada ao risco. Logo, o desempenho atual constante nas demonstrações contábeis é importante, mas não é o único fator para avaliação das empresas pelo mercado, que prospecta outras informações relevantes. A governança corporativa pode assumir essa condição, pois sendo essa estrutura sólida e atuante, as empresas passam a sinalizar ao mercado um risco menor percebido, reduzindo as taxas de desconto dos fluxos de caixa futuros. Por outro lado, a incerteza sobre o processo de decisório e a política de gestão fazem elevar o prêmio pelo risco que o mercado exige para investir no negócio.

Segundo Hege *et al.* (2021), o impacto da melhoria gerada pela governança corporativa advém do seu efeito nas decisões gerenciais. A redução da assimetria informacional por meio do monitoramento dos gestores aumenta a eficácia das decisões gerenciais. Por sua vez, isso é um fator que ajuda a elevar os fluxos de caixa esperados e, ainda, reduzir sua volatilidade. Na

prática, o investidor reduz o risco percebido e a empresa torna-se mais atrativa (Ali *et al.*, 2018). Desse modo, o custo da governança corporativa compensa em face do benefício da gestão de risco, essencial para a maximização do valor dos acionistas (Salomon *et al.*, 2000).

Além disso, evidências sustentam que a governança corporativa também contribui com a qualidade das informações contábeis. Siekkinen (2016) demonstra que o valor justo, base de mensuração de ativos e passivos pela contabilidade, é mais relevante nos países com forte e média proteção legal dos investidores, independentemente do nível de informações. Em países com baixa proteção legal, observa-se relevância informacional apenas no nível mais elevado de informação (preços cotados em mercados ativos). Essa pesquisa estudou 34 países, incluindo o Brasil, sendo variáveis consideradas: independência do conselho de administração, proteção de minoritários e o *enforcement* legal.

Shan (2015) investiga se o gerenciamento de resultados reduz a relevância dos números contábeis e qual o papel da governança corporativa nesse gerenciamento. O estudo é conduzido no mercado chinês, especificamente nas bolsas de Shanghai e Shenzhen no período 2001-2005. Os dados pertencem a 212 empresas, totalizando 1.012 observações. Os resultados mostraram que a medida de gerenciamento de resultados ($ABNRPT_{it}$) afetava negativamente o valor das empresas e reduzia significativamente a relevância do lucro contábil. Por seu turno, a qualidade da governança corporativa (CGQ_{it}) atuava reduzindo o gerenciamento de resultados.

Vichitsarawong e Eng (2023) examinaram se a governança corporativa, medida a partir do tamanho do conselho de administração, independência desse conselho e proporção de ações detidas por investidores institucionais, afetava o valor reconhecido como perda por *impairment* no período pré-pandemia e na pandemia de ativos fixos e do *goodwill*. A pesquisa contemplou empresas de quatro regiões do globo: Estados Unidos, França, Alemanha e Reino Unido. Como resultado, observou-se que as medidas de governança corporativa afetavam de modo diverso o reconhecimento dessas perdas, que foram elevadas no período da pandemia de COVID-19.

Desse modo, nota-se que a governança corporativa tem implicações importantes para a gestão e a contabilidade das empresas. Na gestão, percebe-se melhoria no processo de tomada de decisão, conduzindo à eficácia organizacional. Na contabilidade, reúnem-se evidências sobre reflexos da governança corporativa na qualidade da informações contábil. Por isso, é razoável indagar se os investidores atribuem valor à governança corporativa como informação relevante que modifica fluxos de caixa futuros. Seguindo o mesmo raciocínio de Collins *et al.* (1994), a governança, como informação, pode alterar condições de mercado, não sendo refletida de modo integral nos lucros correntes. Para avançar nessa conjectura, resta enumerar os benefícios que a governança corporativa pode trazer para as empresas.

2.2 Benefícios da governança corporativa para as empresas

A relação agente e principal produz custos de agência. Eles compreendem gastos com o monitoramento dos agentes, gastos do agente para demonstrar responsabilidade com o objetivo do principal e perdas residuais que refletem a percepção de redução do bem-estar do principal (Jensen & Meckling, 1976). Os custos de agência são inevitáveis e a governança corporativa é parte desses custos, causados pela assimetria informacional. A assimetria informacional é um dos principais fatores que pode gerar conflitos de agência entre gestores e demais participantes do mercado, externos à empresa (Al-Hiyari *et al.*, 2024).

Os conflitos de agência emergem de dois importantes aspectos: seleção adversa e risco moral, resultados da assimetria informacional. Na seleção adversa, caso não sejam sinalizados mecanismos de combate à assimetria informacional, investidores e credores são encorajados a elevar o prêmio pelo risco, tornando o capital custoso. No risco moral, investidores e credores creem que os agentes atuam por benefícios privados, sem maximizar o valor da firma (Al-Hiyari *et al.*, 2024). Disso, depreende-se que ao sinalizar boas práticas ou esforços de governança, as empresas reduzem a seleção adversa e o risco moral, angariando benefícios disso.

Assim, os benefícios ou ganhos prospectados com a governança corporativa devem estar relacionados com os problemas de seleção adversa e risco moral. Além disso, Al-Hiyari *et al.* (2024) expõem que a obtenção de informações relevantes e confiáveis é considerada por parte dos investidores e credores o mais importante pré-requisito para a efetiva tomada de decisão de investimentos. Nesse sentido, diversos estudos têm documentado uma variedade de benefícios que a atuação da governança corporativa gera para as empresas.

Braga-Alves e Morey (2012) estudaram que fatores são capazes de prever a governança corporativa e seu nível, em mercados emergentes. A amostra compreende firmas de 24 países, tendo como variável dependente a mudança de classificação da governança corporativa. Como resultados, verificou-se que o nível de governança corporativa é negativa e significativamente relacionado ao nível de risco do país. As mudanças da governança corporativa são associadas, positiva e significativamente, à modificação do tamanho da empresa e o nível de risco do país.

Iatridis (2013) examina a relevância informacional das informações ambientais e como essas informações estão relacionadas com a governança corporativa e a restrição de capital. O estudo foi conduzido com empresas da Malásia, um mercado emergente considerado avançado. Foram analisados dados de 529 empresas no período 2005-2011 e estimadas regressões lineares por mínimos quadrados ordinários. Os resultados demonstraram que as informações ambientais são relevantes e afetam positivamente o valor das empresas. Essas informações têm associação positiva com uma governança corporativa mais efetiva. Adicionalmente, verificou-se que as informações ambientais e a governança contribuem para reduzir restrições de capital.

A pesquisa realizada por Caixe (2022) analisou o mercado brasileiro e investigou o papel da governança corporativa na relação investimento/incerteza da política econômica. O período de análise foi de 2001 a 2019, totalizando mais de 15 mil observações de 445 empresas. Foram processadas regressões lineares múltiplas com dados em painel desbalanceado. Verificou-se que a medida de qualidade da governança corporativa afetava positivamente os investimentos. Por sua vez, a incerteza da política econômica reduzia os investimentos das empresas. De acordo com Caixe (2022), a adoção de regras de governança corporativa mais rigorosas pode aumentar o efeito da incerteza da política econômica nos investimentos, pois o monitoramento cresce e isso combate a alocação indevida de capital em períodos de risco elevado.

Fu, Leng, Lin e Goodell (2022) estudam como o *trade off* entre governança corporativa interna (ICG) e proteção institucional a investidores externos (EIP) interfere no investimento estrangeiro. A amostra abrange 8.809 observações, no período de 2004-2020, compreendendo empresas de 30 países. Os resultados mostram que os investidores estrangeiros possuem visão semelhante para ICG e EIP, demonstrando que uma boa proteção institucional a investidores externos contrapõe o baixo nível de governança corporativa interno da empresa.

Wu *et al.* (2023) investigaram o impacto da governança corporativa no relacionamento entre controvérsias ESG (ambiental, social e governança) e valor das empresas. No estudo, são analisados dados de 883 empresas chinesas de capital aberto não financeiras de 2018 a 2022. Foram feitas estimações pelo método GMM de duas etapas e 2SLS. Os principais resultados demonstraram que as controvérsias ESG impactam negativamente o valor da empresa, mas uma governança corporativa eficaz mitiga os efeitos adversos. Observou-se que a diversidade de gênero e a independência do conselho mostraram impacto positivo significativo. Além disso, em regiões com competição de mercado intensa, as controvérsias ESG têm menor impacto no valor empresarial, sendo mais severas em regiões com um ambiente legal robusto.

A pesquisa de Komath, Dogan e Sayılır (2023) investigou o impacto das dimensões de governança corporativa sobre o valor de mercado dos bancos a partir quatro pilares: estratégia de Responsabilidade Social Corporativa (CSR), gestão, criação de valor para os acionistas e controvérsias de governança corporativa. A amostra inclui bancos de diversos países com dados de 2017 a 2021, totalizando 242 empresas. Os resultados demonstram que a dimensão gestão e a dimensão CSR possuem relação positiva com o valor dos bancos. Controvérsias relacionadas

com a governança apresentam impacto negativo. Na dimensão gestão, foram considerados os aspectos de auditoria e compensação de gestores. A dimensão CSR reflete a comunicação sobre as questões ambientais e sociais além da econômica. A dimensão das controvérsias representa notícias negativas veiculadas na mídia sobre a gestão.

Al-Hiyari *et al.* (2024) examinaram a relação entre política de dividendos e assimetria informacional admitindo a qualidade da governança corporativa no papel de moderadora dessa relação. Esse estudo analisou 59 empresas de capital aberto da bolsa de valores dos Emirados Árabes Unidos, totalizando 607 observações no período 2009 a 2021. Os resultados evidenciam que o SPREAD (assimetria informacional) afeta a distribuição de dividendos negativamente. Quando a qualidade da governança corporativa melhora, nota-se que o impacto nos dividendos distribuídos é positivo. A governança reduz os efeitos negativos da assimetria informacional na distribuição de dividendos das empresas.

O estudo de Miranda-López e Tama-Sweet (2024) investiga como diferentes segmentos de listagem impactam o conteúdo informacional dos lucros e do fluxo de caixa operacional de empresas de capital aberto no Brasil. No país, as empresas aderem aos segmentos de listagem se atendem a regras mais exigentes de governança corporativa. São examinados dados de 143 empresas entre 2009 e 2020, perfazendo 1.716 observações. Os resultados mostraram que, nas participantes dos segmentos, lucros e fluxo de caixa operacional tinham maior efeito positivo sobre os retornos. Nas empresas que não estavam listadas nos segmentos especiais, verificou-se que o fluxo de caixa operacional não era informativo.

A literatura documenta que a governança corporativa é, potencialmente, uma geratriz de benefícios para as companhias, mas isso depende da qualidade dessa estrutura. Tais ganhos são potenciais, pois os estudos documentam a contribuição indireta da governança corporativa. A governança corporativa atua para mitigar comportamentos de risco, desvio de conduta, seleção adversa e risco moral. As empresas, então, podem prospectar vantagens decorrentes da redução desses problemas. Os estudos de Al-Hiyari *et al.* (2024), Iatridis (2014) e Wu *et al.* (2023) são exemplos de pesquisas que apontam para a governança como uma variável de moderação. Há ainda pesquisas (Komath *et al.*, 2023; Miranda-López & Tama-Sweet, 2024) que sugerem como a governança corporativa pode afetar o valor das empresas e qualidade das informações que a contabilidade produz, mas por consequência da sua atuação nas empresas.

A partir da literatura mencionada, é possível verificar que não há pesquisas prévias que propuseram a governança corporativa como outras informações relevantes capazes de alterar a expectativa dos investidores sobre a geração de fluxos de caixa futuros das empresas que atuam em mercados emergentes. A identificação dessa lacuna conduz à discussão sobre os efeitos que as práticas da gestão têm sobre o valor das firmas.

2.3 Hipótese

A revisão da literatura revela que os estudos correlatos identificam benefícios oriundos da governança corporativa para as empresas e que eles justificariam a adoção de boas práticas, uma vez que o custo para monitorar a gestão é superado por esses ganhos. Braga-Alves e Morey (2012) citam proteção contra o risco-país, algo relacionado com o observado por Caixe (2022), já que a governança corporativa ajudaria a melhorar a eficiência dos investimentos em períodos de crise. Fu *et al.* (2022) sugerem linha semelhante, indicando que a boa governança compensa a incerteza do país e atrai investidores externos.

Al-Hiyari *et al.* (2024) relatam que a governança corporativa não só melhora o fluxo de caixa aos acionistas, como também reduz a assimetria informacional. Demais estudos (Iatridis, 2013; Shan, 2015; Komath *et al.*, 2023; Vichitsarawong & Eng, 2023; Miranda-López e Tama-Sweet, 2024) além de reforçarem a contribuição da governança para redução da assimetria, têm indicativo de que a governança corporativa qualifica as práticas e as informações contábeis. O impacto positivo no valor das empresas também surge como resultado nessas pesquisas.

Koprowski *et al.* (2021) observaram que a governança corporativa pode reduzir práticas de corrupção nas empresas. Wu *et al.* (2023) destaca que a governança corporativa elimina as controvérsias ESG (ambiental, social e governança) e isso ajusta o valor das empresas. Contudo, as pesquisas citadas não condicionam a governança corporativa como informação relevante no mercado. Os benefícios identificados pelos estudos sugerem que, se o investidor reconhece que a empresa possui boa governança, então esses ganhos são prospectados e devem interferir nas expectativas de fluxos de caixa futuros positivamente. Em última análise, é isso que a teoria da agência indica (Band, 1992; Jensen & Meckling, 1976) ao fomentar que a redução de assimetria reduz riscos comportamentais, conduzindo à eficiência da gestão, o que assegura os interesses de maximização do valor dos proprietários.

De acordo com a teoria da agência (Band, 1992; Jensen & Meckling, 1976), a assimetria informacional favorece o desvio de comportamento do gestor, que pode agir contra os interesses do proprietário. Nesse sentido, a governança corporativa serviria como forma de monitorar as decisões do agente, evitando ou mitigando prejuízos ao provedor de capital.

Diante disso, empresas com melhor estrutura de governança corporativa seriam capazes de promover o monitoramento e a fiscalização das decisões dos agentes com maior eficácia. A governança corporativa atuaria, portanto, como informação que sinalizaria consonância entre os interesses do gestor e do proprietário. Não só isso, também haveria a sinalização ao mercado de minimização do risco global da firma por intermédio de práticas voltadas à criação de valor, tomada de decisão eficaz, política de divulgação e informação, resposta às mudanças (agilidade organizacional), avaliação e acompanhamento de gastos e de investimentos de alto risco, gestão da dívida, sustentabilidade econômica, melhorias na restrição de capital e práticas anticorrupção (Ali, Hussain, & Iqbal, 2021; Ali *et al.*, 2018; Ballester, González-Urteaga, & Martínez, 2020; Huang, Lu, & Wee, 2020; Hege *et al.*, 2021; Koprowski *et al.*, 2021; Lehn, 2021; Tjahjadi, Soewarno, & Mustikaningtiyas, 2021).

Considerando-se o exposto, a pesquisa estabelece como hipótese:

H₁: A governança corporativa gera conteúdo informativo incremental aos participantes do mercado de capitais brasileiro, afetando positivamente valor das empresas.

3 MÉTODO DA PESQUISA

O grupo de análise da pesquisa é constituído a partir das firmas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3), bolsa de valores brasileira no período 2021-2022. O estudo soma 516 observações válidas, após exclusões, 264 em 2021 e 252 em 2022.

A partir das 516 observações válidas no estudo, 252 (2022) mais 264 (2023), observou-se a seguinte distribuição: 354 (68%) estão em algum dos segmentos especiais; 162 (32%) estão ao mercado tradicional. São 278 as que estão no NM, 36 no Nível 2 e 40 no Nível 1, indicando que quase 80% das observações que aderem aos segmentos especiais ingressaram ou migraram para o segmento com regras mais exigentes.

A seleção das empresas da B3 é justificada pelas características do mercado de capitais brasileiro em relação ao problema de pesquisa. Terra e Lima (2006) mostram evidências de que os investidores nesse mercado podem reagir de maneira diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa. Além disso, a estrutura de governança corporativa das empresas sofre interferência do ambiente institucional (Siekkinen, 2016). O mercado brasileiro tem forte concentração de propriedade em resposta à fraca proteção legal (Terra & Lima, 2006).

Em um mercado emergente, as empresas devem melhorar suas práticas de governança corporativa a fim de facilitarem o acesso ao capital, especialmente aquele oriundo de mercados estrangeiros e desenvolvidos (Lameira, Ness, & Macedo-Soares, 2007). A literatura (Ararat *et al.*, 2021; Carvalho, Dal'Bó & Sampaio, 2021; Durán-Vázquez, Lorenzo-Valdés, & Castillo-Ramírez, 2014) destaca que a relação da governança corporativa com o valor das empresas deve receber atenção, principalmente nos mercados emergentes devido a suas características.

A pesquisa aplica uma variação do modelo de avaliação de Ohlson (1995), segundo o qual, o valor da firma é função do patrimônio líquido e do lucro anormal. Este estudo substitui o lucro anormal pelo lucro líquido, seguindo Collins, Maydew e Weiss (1997), Collins, Pincus e Xie (1999), Franzen e Radhakrishnan (2009) e Samara (2014), conforme o seguinte modelo:

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde: vm_{it} é o valor da empresa i quatro meses após o fim do ano t com vistas a refletir a reação do mercado ao anúncio dos resultados, mensurado pela multiplicação do número de ações em circulação pelo preço da ação; vm_{it} é coletado a partir da base de dados Economatica; pl_{it} é o valor do patrimônio líquido da empresa i no final do ano t ; res_{it} é o valor do lucro líquido da empresa i no final do período do ano t ; ambos, pl_{it} e res_{it} , são coletados junto ao Formulário de Referência das empresas, item 4 – informações financeiras selecionadas. Esse é um documento de acesso público disponível no sítio da bolsa de valores brasileira (b3.com.br) e de responsabilidade das empresas que o elaboram e publicam.

Das 862 observações possíveis, houve a baixa de 148 por ausência de valor de mercado na base de dados Economatica. Os valores de vm_{it} , pl_{it} e res_{it} passaram por transformação logarítmica. O procedimento visa reduzir problemas de heteroscedasticidade e evitar efeitos de escala, levando a distorções nos modelos (Brown, Lo, & Lys, 1999; Santos, Vasconcelos, & De Luca, 2024). Com isso, mais 89 ($pl_{it} < 0$) e 109 ($res_{it} < 0$) observações foram retiradas.

Diversos estudos (Baboukardos, 2018; Collins *et al.*, 1997; Collins *et al.*, 1999; Franzen & Radhakrishnan, 2009; Samara, 2014) indicam problemas ao aplicar esses valores negativos para estimar o valor da empresa. Isso porque o patrimônio líquido é uma medida que reflete o valor presente dos lucros normais da firma, desde que ela seja capaz de gerar retornos dos seus ativos líquidos maiores que o custo de capital (Ohlson, 1995). Isso obviamente não se aplica para empresas deficitárias – com prejuízo ou patrimônio líquido descoberto, porque o prejuízo não é informativo sobre resultados operacionais futuros (Collins *et al.*, 1999).

Considerando-se o objetivo da pesquisa e a verificação da hipótese (H_1), o modelo (1) passa a acomodar a variável de interesse que reflete a governança corporativa (gov_{it}). Assim, fica estabelecido o seguinte modelo:

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + a_3 gov_{it} + \sum_{1}^{11} \alpha_4 set_{it} + \sum_{2021}^{2022} \alpha_5 ano_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde: gov_{it} representa a participação das empresas brasileiras nos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores brasileira – Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2) e Nível 1 (N1). A medida é dicotômica, sendo operacionalizada com a atribuição de valor 1 para empresas com participação em quaisquer dos segmentos especiais no período examinado e 0 nos demais casos. A literatura (Caixe, 2022; Caixe & Rodrigues, 2022; Lameira *et al.*, 2007; Lameira, Ness, Silva, Motta, & Klötzle, 2010; Miranda-López & Tama-Sweet, 2024; Terra & Lima, 2006) sugere essa participação como uma importante medida da qualidade da governança corporativa no mercado de capitais brasileiro.

Dado que esta pesquisa baseia-se em empresas de diferentes setores e compreende mais de um período, set_{it} e ano_{it} são inseridos no modelo (2) para controle de efeitos fixos de setor e ano, como fizeram Baboukardos (2018), Santos, Vasconcelos e De Luca (2024). São 2 anos (2021-2022) e, conforme a bolsa de valores Brasil Bolsa Balcão (B3), 11 setores analisados.

A partir do modelo (2), foram realizadas outras estimações visando dar maior robustez e alcance aos resultados. A variável gov_{it} foi desagregada e as observações organizadas em três grupos: participantes do NM (nm_{it}), do Nível 2 ($n2_{it}$) e do Nível 1 ($n1_{it}$). Cada um dos grupos foi testado contra as observações que não integravam nenhum dos segmentos especiais. Essa é uma avaliação considerada pertinente na análise, uma vez que o mercado de capitais

brasileiro pode reconhecer as exigências adicionais dos segmentos como incremento do valor. Com isso, foram estabelecidos os seguintes modelos:

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + a_3 nm_{it} + \sum_1^{11} \alpha_4 set_{it} + \sum_{2021}^{2022} \alpha_5 ano_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + a_3 n2_{it} + \sum_1^{11} \alpha_4 set_{it} + \sum_{2021}^{2022} \alpha_5 ano_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + a_3 n1_{it} + \sum_1^{11} \alpha_4 set_{it} + \sum_{2021}^{2022} \alpha_5 ano_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

No modelo (3), atribui-se valor 1 para observações com participação no NM e 0 para observações fora dos segmentos especiais. No modelo (4), atribui-se valor 1 para a participação no Nível 2 e 0 para observações fora dos segmentos especiais. No modelo (5), atribui-se valor 1 para a participação no Nível 1 e 0 para observações fora dos segmentos especiais.

Os modelos foram estimados a partir de regressões lineares múltiplas processados pelo método dos mínimos quadrados ordinários na definição dos parâmetros. Todos os modelos que foram analisados tiveram as variáveis contínuas sujeitas à winsorização, um procedimento que limita o efeito de *outliers* nas duas caudas da distribuição. Testou-se a técnica assumindo-se os valores-limite de 1, 5 e 10%. Os resultados mantiveram-se os mesmos nos processamentos sem a aplicação do procedimento. Dessa forma, optou-se por reportar os resultados com preservação das características dos dados originais. As análises foram orientadas no *software* STATA®.

4 RESULTADOS

4.1 Análises

A Tabela 1 estabelece os resultados da análise que considera a participação das empresas nos segmentos especiais de listagem da B3 como informação relevante no mercado de capitais brasileiro. Verifica-se, dessa forma, a hipótese proposta nesta pesquisa.

Tabela 1

Value relevance – Empresas “com” segmento de listagem vs. empresas “sem”

Modelo 1	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 2	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + gov_{it} + set_{it} + ano_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 3	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + nm_{it} + set_{it} + ano_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 4	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + n1_{it} + set_{it} + ano_{it} + \varepsilon_{it}$				
Modelo 5	$vm_{it+1} = a_0 + a_1 pl_{it} + a_2 res_{it} + n2_{it} + set_{it} + ano_{it} + \varepsilon_{it}$				
Parâmetros	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
$pl_{i,t}$	0,089	0,071	0,052	0,282	0,278
Estatística t	(2,04)**	(1,62)*	(1,05)	(2,73)***	(2,68)***
$res_{i,t}$	0,433	0,416	0,374	0,231	0,271
Estatística t	(9,54)***	(9,15)***	(7,45)***	(2,39)**	(2,75)***
$Gov_{i,t}$	-	0,459	-	-	-
Estatística t	-	(2,97)***	-	-	-
$nm_{i,t}$	-	-	0,511	-	-
Estatística t	-	-	(2,79)***	-	-
$n2_{i,t}$	-	-	-	0,594	-
Estatística t	-	-	-	(2,35)**	-
$n1_{i,t}$	-	-	-	-	0,539
Estatística t	-	-	-	-	(1,85)*
Constante	8,353	8,539	7,327	9,436	6,05
t	(13,22)***	(13,55)***	(16,72)***	(9,82)***	(6,13)***
Efeito fixo – Ano	Sim*	Sim*	Sim*	Sim	Sim
Efeito fixo – Setor	Sim*	Sim	Sim***	Sim***	Sim
Teste F	29,87***	28,80***	136,08***	690,26***	145,72***

R ²	0,4362	0,4459	0,3871	0,6303	0,6108
R ² ajustado	0,4216	0,4304	0,3669	0,6020	0,5861
VIF máximo	2,49	2,54	2,20	4,91	5,63
Breusch-Pagan	2,81	5,34	13,25***	9,91***	17,56***
Erros robustos	Não	Não	Sim	Sim	Sim
Observações	516	516	440	198	202

Notas. (***), (**), (*) indicam valores significantes aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. A estatística VIF das variáveis contínuas não indica problemas multicolinearidade. Teste para heteroscedasticidade de Breusch-Pagan considera 1% como nível crítico para rejeição da hipótese nula. Legenda. $pl_{i,t}$ – patrimônio líquido; $res_{i,t}$ – lucro líquido; $Gov_{i,t}$ – participação nos segmentos especiais de listagem (NM, N2 ou N1); $nm_{i,t}$ – participação apenas no NM; $n2_{i,t}$ – participação apenas no N2; $n1_{i,t}$ – participação apenas no N1.

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Os resultados devem ser analisados individualmente por modelo. Primeiro, para testar a validade da teoria, buscou-se reproduzir o modelo de Ohlson (1995) adaptado (Collins *et al.* 1997; Collins *et al.*, 1999; Franzen & Radhakrishnan, 2009; Samara, 2014). O Modelo 1 possui mais de 40% de poder explicativo. Isso significa que as variáveis incorporadas ao modelo têm capacidade de explicar uma parte importante da variabilidade do valor dessas empresas. Nota-se que patrimônio líquido ($pl_{i,t}$) e lucro ($res_{i,t}$) possuem coeficientes angulares significativos e positivos ao nível de 5% e 1%, nessa ordem. Portanto, a teoria tem validade nesse mercado e os números contábeis dispõem de conteúdo informacional relevante para os investidores.

O Modelo 2 aponta os resultados da estimação com a inserção da variável de interesse ($gov_{i,t}$). Essa medida reflete a participação das empresas em quaisquer dos segmentos especiais. Os resultados denotam que essa forma de mensuração da governança corporativa assume papel de informação relevante para os investidores. A medida é estatisticamente significativa ao nível de 1% e relaciona-se positivamente com o valor das empresas ($a_3 = 0,459$). Destaca-se que, no Modelo 2, a inserção de $gov_{i,t}$ produz perturbações na estimação que provocam a perda de valor informativo dos números contábeis, especialmente $pl_{i,t}$. Com esse resultado, presume-se que o mercado de capitais brasileiro interpreta a participação das empresas nos segmentos especiais (NM, N2 ou N1) como informação de valor incremental. Logo, comparativamente, as empresas dos segmentos especiais possuem maior preço no mercado.

Esse resultado condiz com o argumento edificado nesta pesquisa sobre a utilidade dessa informação para avaliação das firmas e a expectativa, por parte dos investidores, de benefícios econômicos futuros que podem estar atrelados ao esforço das empresas em buscar um conjunto de práticas que melhora a governança corporativa. O resultado observado no Modelo 2 sugere que não é possível rejeitar a hipótese H_1 . Assim, este estudo sustenta a ideia de que a governança corporativa sinaliza conteúdo informativo incremental aos participantes do mercado de capitais brasileiro e afeta o valor das empresas de modo positivo. Nesse caso, a governança representada pela participação das companhias nos segmentos especiais da bolsa de valores desse mercado.

Os resultados dos Modelos 3, 4 e 5 sustentam a análise geral. As estimações verificaram se a participação das empresas nos segmentos, dessa vez isoladamente, em comparação com as empresas fora dos segmentos, tinha a mesma implicação verificada no Modelo 2. Novamente, a inserção das medidas de governança ($nm_{i,t}$, $n2_{i,t}$ ou $n1_{i,t}$) parece mitigar os efeitos de $pl_{i,t}$ e $res_{i,t}$, números contábeis, no valor das companhias. Isso pode significar que as medidas que as empresas adotam ao ingressarem nos segmentos especiais, por exemplo, aumento do *free float* e esforços de dispersão acionária, de alguma forma sugerem incrementos dos fluxos de caixa futuros ou redução do risco da companhia.

No Modelo 3, a participação das empresas no segmento de listagem mais exigente eleva a expectativa dos investidores em obter ganhos econômicos no futuro com essas companhias se comparadas com empresas dos segmentos tradicionais. Nota-se que $nm_{i,t}$ é estatisticamente significativa ao nível de 1% e positiva ($a_3 = 0,511$). Ao admitir que $pl_{i,t}$ é uma *proxy* dos lucros normais das firmas (Collins *et al.*, 1999; Ohlson, 1995), pode-se assumir que a inclusão de $nm_{i,t}$

no modelo de avaliação revela que os mecanismos de governança corporativa podem ser mais importantes como preditores de fluxos de caixa futuros que o patrimônio residual dos sócios.

A ideia é coerente, uma vez que o patrimônio líquido reflete o capital investido, reservas e o lucro já realizado pelo negócio em períodos anteriores, além do excedente da diferença entre direitos e obrigações. A governança, por sua vez, pode indicar mecanismos ou práticas adotadas pela firma capazes de reduzir riscos e comportamentos oportunistas – aspetos prospectivos que alteram a variação do valor da empresa (Ali *et al.*, 2018; Band, 1992; Braga-Alves & Morey, 2012; Hege *et al.*, 2021; Jensen & Meckling, 1976; Solomon *et al.*, 2000).

O Modelo 4 demonstra que a participação das empresas no segmento intermediário ($n2_{it}$) também é uma informação relevante para os investidores no mercado de capitais brasileiro. A medida é estatisticamente significativa ao nível de 5% e afeta positivamente o valor da empresa ($a_3 = 0,594$). Esse modelo deve ser analisado com atenção, porque ele apresenta o melhor ajuste da estimação. As variáveis contábeis ($pl_{i,t}$ e $res_{i,t}$) também são relevantes e a capacidade desse modelo de explicar a variabilidade do valor das empresas é maior (R^2 ajustado > 60%). Deve-se retomar que, das 516 observações, são 278 as que estão no NM, 36 no Nível 2 e 40 no Nível 1. O coeficiente angular de $n2_{it}$ indica que essa informação tem efeito incremental no valor das empresa superior ao da participação no Novo Mercado.

O Modelo 5 esclarece que, mesmo que a empresa tenha aderido ao segmento especial de menor grau de exigência (Nível 1), representado na equação por $n1_{it}$, ainda assim o mercado tende a considerar essa informação como um importante aspecto capaz de causar diferenças em termos de avaliação dos negócios. Nesse modelo, R^2 ajustado é maior que 58% e a inserção da medida de governança ($n1_{it}$) tem valor informativo incremental, sendo significativa ao nível de 10% e com efeito positivo no preço das empresas ($a_3 = 0,539$). Na ordem, observa-se que a_3 (NM) < a_3 (N1) < a_3 (N2). A análise segregada dos segmentos é pertinente como investigação complementar do papel da governança corporativa como outras informações. Ao combinar os resultados dos modelos 2 a 5, infere-se que a participação nos segmentos interfere na avaliação dos negócios, mas que essa interferência, além de positiva, pode ser evidenciada em quaisquer dos níveis. A discussão dos resultados e suas implicações carecem de maior atenção e por isso estão relatados na subseção a seguir.

4.2 Discussão

Os resultados alcançados neste estudo conduzem a reflexões importantes sobre o papel da governança corporativa como instrumento mitigador de risco do negócio e forte preditora de benefícios econômicos futuros para a empresa, isso em mercados emergentes. A significância estatística de a_3 e o sentido da relação com o valor das empresas nos Modelos 2 a 5 fortalece a tese de que as práticas de governança corporativa resguardam os interesses dos investidores em ambientes de fraca proteção legal e forte concentração de propriedade (Terra & Lima, 2006). O ambiente institucional dos mercados acaba moldando as estruturas de gestão das empresas, que reagem, ampliando ou reduzindo a influência da governança corporativa (Siekkinen, 2016). A pesquisa de Koprowski *et al* (2021) coloca a governança como um instrumento de combate à corrupção em países emergentes.

No caso do mercado brasileiro, objeto de estudo nesta pesquisa, qualquer indício de que a empresa emprega esforços de governança corporativa já é suficiente para gerar diferenças em termos de avaliação dos fluxos de caixa futuros e do risco do negócio. Todavia, nesse mercado, os investidores parecem prospectar maiores benefícios econômicos quando o nível de exigência das práticas de governança corporativa não é tão elevado. Isso porque os coeficientes angulares das medidas testadas sugerem uma curva onde a participação no segmento menos exigente (N1) gera um incremento na avaliação superior ao observado no segmento mais exigente (NM). Mais que isso, o acréscimo no valor das empresas é maior no segmento “intermediário” (N2).

Para o cenário constatado, pode-se especular que os custos de adequação às práticas de

governança irão, em algum momento, reduzir parcialmente os benefícios econômicos futuros esperados, isso em mercados emergentes. Isso explicaria, em parte, a vantagem dos coeficientes de N2 e N1 sobre NM. Do ponto de vista prático, podem ser revisitados os casos de IRBR3, AMER3 e MGL3, ambos códigos de empresas participantes do Novo Mercado da B3. Destarte, pode o mercado reduzir as expectativas de ganhos com essas empresas dada uma “sinalização” de inadequação ou fragilidade das práticas de governança corporativa. Desse modo, é razoável deduzir que o custo incremental de melhorar a qualidade da governança pode não compensar a aposta dos investidores, dado um ambiente institucional ainda em desenvolvimento.

Os benefícios associados à governança corporativa são diversos e podem ser percebidos em diversas áreas do negócio. Wu *et al.* (2023) e Iatridis (2013) associam a governança com a melhoria da qualidade de informações ambientais e sociais, inclusive impactando positivamente o valor das empresas. Iatridis (2013) explica que a melhoria da qualidade da governança pode estar associada a menores níveis de restrição de capital. Os investidores no mercado brasileiro podem estar esperando esses benefícios se isso for um dos seus interesses. A questão da restrição de capital leva ao problema da capacidade de investimentos das empresas. Caixe (2022) e Fu *et al.* (2002) indicam que a governança favorece a realização de investimentos, pois a estrutura de monitoramento compensa ambientes institucionais arriscados ou com baixa proteção. Pode ser o caso do Brasil, que possui essas características (Terra & Lima, 2006).

Também é possível ponderar que os coeficientes a_3 significantes e positivos reforcem a contribuição dos mecanismos de governança corporativa sobre a qualidade da informação que a contabilidade produz. Dessa forma, os investidores do mercado brasileiro teriam maior crença na qualidade dos números contábeis de empresas dos segmentos especiais. Essa pressuposição é reconhecida pela literatura (Hege *et al.*, 2021; Siekkinen, 2016; Shan, 2015; Vichitsarawong & Eng, 2023). Segundos esses estudos, há evidências de que a governança corporativa melhora a eficiência da gestão (Hege *et al.*, 2021). Isso ocorre via combate à assimetria informacional e adoção de políticas contábeis que melhoram a informatividade dos números (Siekkinen, 2016; Vichitsarawong & Eng, 2023). Komath *et al.* (2023) apontaram justamente que a dimensão da governança relacionada à gestão afeta positivamente o valor das empresas, corroborando essa vertente da literatura. No caso de Shan (2015), existem evidências fortes de que a governança atua no combate ao gerenciamento de resultados contábeis, o que faz lembrar os casos citados de IRBR3, AMER3 e MGL3.

No geral, os resultados da pesquisa reforçam a teoria da agência (Band, 1992; Jensen & Meckling, 1976), segundo a qual a governança corporativa atua como forte instrumento para a redução da seleção adversa e do risco moral, principalmente em mercados mais frágeis do ponto de vista da proteção dos investidores. Nesse sentido, este estudo sugere que os investidores são estimulados a inserirem nas suas carteiras firmas com melhor qualidade da governança, sendo isso um sinalizador de desempenho futuro forte comparativamente a empresas que não aderem voluntariamente a melhores práticas de governança corporativa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo investigar se a governança corporativa sinalizada aos investidores por meio da participação das firmas nos segmentos de listagem da bolsa de valores brasileira dispõe de conteúdo informacional incremental relevante. Esse objetivo foi alcançado na sua íntegra. O estudo concluiu que a participação das empresas nos segmentos de listagem legítima o esforço em sinalizar iniciativas de boa governança corporativa. Essas empresas são “premiadas” pelo mercado, que eleva as suas expectativas em relação a fluxos de caixa futuros mais seguros e certos, além de reduzir a percepção de risco do negócio. Como reflexo disso, a avaliação das empresas participantes nos segmentos de listagem aumenta.

A pesquisa estabelece contribuições teóricas e práticas pertinentes. No campo teórico, a pesquisa reforça o arcabouço proposto pela teoria da agência. Evidencia-se que a mitigação dos

fatores que elevam o risco moral e a seleção adversa para os investidores pode produzir ganhos de avaliação dos negócios. Isso se deve, provavelmente, porque as expectativas dos investidores sobre fluxos de caixa futuros são melhores, já que existem esforços de dispersão acionária e a estruturação da gestão nas empresas com boa governança, que favorece a redução da assimetria informacional. Como resultado, o risco global do negócio também tende a reduzir.

Em uma análise pragmática, se a informação é mais qualificada, os investidores devem ter maior precisão e assertividade acerca dos benefícios econômicos futuros das empresas. Se a empresa sinaliza ao mercado fragilidade da sua estrutura de governança, essa incerteza reflete na elevação do risco do negócio, impactando em uma avaliação média inferior. Ou seja, o risco elevado pode levar os investidores em mercados emergentes a evitar certas empresas como uma alternativa de maximização do valor. De outro modo, o menor esforço para demonstrar práticas de boa governança já deve produzir algum ganho de avaliação no mercado brasileiro. Os testes demonstraram que existe um nível ótimo de governança e esforços máximos na adesão a boas práticas de governança não levarão a melhor *valuation*.

Há algumas possíveis razões para isso. Primeiro, essa divergência pode significar que o custo incremental não compensa os benefícios buscados pelos investidores. Na bolsa de valores brasileira, são mais observações que pertencem ao segmento superior que nos inferiores. Essa ampla participação pode levantar reflexões sobre os esforços adicionais das empresas ao mudar de segmento, já que boa parte já está alocada no segmento de maior exigência. Segundo, com os casos recentes de IRBR3, AMER3 e MGL3, por exemplo, pode haver dúvidas sobre qual é a efetividade das exigências do Novo Mercado diante dos segmentos alternativos, Nível 2 e 1. O mercado assegura que as práticas são efetivas em relação a empresas do mercado tradicional. No entanto, entre os segmentos especiais, essa segurança parece estar sendo questionada pelos investidores, pressuposição feita à luz dos resultados encontrados.

Este é o primeiro estudo que coloca a governança corporativa como informação e testa a sua relevância informacional no mercado brasileiro, apresentando resultados promissores. As limitações da pesquisa podem dar origem a novos estudos que ampliariam ainda mais o debate. Assim, sugere-se que novos estudos considerem as diferentes dimensões da governança nessa linha de investigação. Propriedade, controle, auditoria, regulação, exemplos de aspectos que as pesquisas devem incorporar nos modelos, haja vista que a adesão aos segmentos emerge como mecanismo externo e há também aspectos internos da empresa, como a gestão (os conselhos e os comitês). Sugere-se ainda que estudos futuros realizem análise dos ganhos informacionais comparativos entre os segmentos, além de verificar a interferência da qualidade da governança nos agregados contábeis principais: patrimônio líquido e lucro.

REFERÊNCIAS

- Al-Hiyari, A., Kolsi, M. C., Lufti, A., Shakkour, A. S., & Aljumah, A. I. (2024). Information asymmetry and dividend payout in an emerging market: Does corporate governance quality matter? *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 10, 100188. <https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2023.100188>
- Ali, S., Hussain, N., & Iqbal, J. (2021). Corporate governance and the insolvency risk of financial institutions. *North American Journal of Economics and Finance*, 55, 101311, 1-23. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101311>
- Ali, S., Liu, B., & Su, J. J. (2018). Does corporate governance quality affect default risk? The role of grown opportunities and Stock liquidity. *International Review of Economics and Finance*, 58, 422-448. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.05.003>
- Ararat, M., Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2021). Corporate governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research. *Emerging Markets Review*, 48, 100767, 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100767>
- Band, D. (1992). Corporate governance: why agency theory is not enough. *European*

- Management Journal*, 10(4), 453-459. [https://doi.org/10.1016/0263-2373\(92\)90011-R](https://doi.org/10.1016/0263-2373(92)90011-R)
- Baboukardos, D. (2018). The valuation relevance of environmental performance revisited: The moderating role of environmental provisions. *The British Accounting Review*, 50, 32-47. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.002>
- Ballester, L., González-Urteaga, A., Martínez, B. (2020). The role of internal corporate governance mechanisms on default risk: A systematic review for different institutional settings. *Research International Business and Finance*, 54, 101293. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101293>
- Braga-Alves, M. V., & Morey, M. (2012). Predicting corporate governance in emerging markets. *Journal of International Money and Finance*, 31(6), 1414-1439. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.02.009>
- Brown, S., Lo, K., Lys, T. (1999). Use of R^2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28, 83-115.
- Caixe, D. F. (2022). Corporate governance and investment sensitivity to policy uncertainty in Brazil. *Emerging Markets Review*, 51, 100883, 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100883>
- Caixe, D. F., & Rodrigues, M. A. (2022). Derivativos, valor da firma e governança corporativa no Brasil. *Revista Eletrônica de Administração – READ*, 28(1), 208-231. <http://dx.doi.org/10.1590/1413-2311.338.117423>
- Carvalho, A. G., Dal'Bó, F., & Sampaio, J. (2021). Determinants of corporate governance practices in Brazil. *Emerging Markets Review*, 48, 100771. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100771>
- Collins, D. W., Kothari, S. P., Shanken, J., & Sloan, R. G. (1994). Lack of timeless and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association. *Journal of Accounting and Economics*, 18(3), 289-324. [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90024-8](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(94)90024-8)
- Collins, D. W., Maydew, E. L., Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 39-67.
- Collins, D. W., Pincus, M., & Xie, H. (1999). Equity valuation and negative earnings: the role of book value of equity. *The Accounting Review*, 74(1), 29-61.
- Cremers, K. J. M., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.
- Dervishi, A., & Kadriu, I. (2014). Decision making under the conditions of risk and uncertainty in some enterprises of Prishtina and Ferizaj. *European Scientific Journal*, 1, 224-228.
- Franzen, L., & Radhakrishnan, S. (2009). The value relevance of R&D across profit and loss firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28, 16-32. <http://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2008.11.006>
- Fu, T., Leng, J., Lin, M. T., & Goodell, J. W. (2022). External investor protection and internal corporate governance: Substitutes or complements for motivating foreign portfolio investment?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 81, 101686. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101686>
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.
- Hege, U., Hutson, E., & Laing, E. (2021). Mandatory governance reform and corporate risk management. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101935, 1-32. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101935>
- Huang, P., Lu, Y., & Wee, M. (2020). Corporate governance analysts and firm value: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 63, 101430. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101430>

- Iatridis, G. E. (2013). Environmental disclosure quality: Evidence on environmental performance, corporate governance and value relevance. *Emerging Markets Review*, 14, 55-75. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2012.11.003>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Komath, M. A. C., Dogan, M., & Sayilir, O. (2023). Impact of corporate governance and related controversies on the Market value of banks. *Research in International Business and Finance*, 65, 101985. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.101985>
- Koprowski, S., Krein, V., Mazzioni, S., & Magro, C. B. D. (2021). Governança corporativa e conexões políticas nas práticas anticorrupção. *Revista de Administração – ERA*, 61(2), 1-14. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020210202>
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 105-231. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)
- Lameira, V. J. (2012). As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios – RBGN*, 14(42), 7-25.
- Lameira, V. J., Ness, W. L. Jr., Macedo-Soares, T. D. L. A. (2007). Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *RAUSP Management Journal*, 42(1), 64-73. <https://doi.org/10.1590/S0080-21072007000100006>
- Lameira, V. J., Ness, W. L. Jr., Silva, P. P., Motta, L. F. J., Klötzle, M. C. (2010). Governança, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras. *Revista de Economia e Administração*, 9(1), 17-76. <http://dx.doi.org/10.11132/rea.2009.242>
- Lehn, K. (2021). Corporate governance and corporate agility. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101929. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101929>
- Miranda-Lopez, & Tama-Sweet, I. (2024). The impact of corporate governance on the information content of earnings and cash flows: Evidence from Brazil. *International Review of Financial Analysis*, 93, 103169, 1-8. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103169>
- Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 271, 367-382. <https://doi.org/10.1111/1540-8520.t01-1-00015>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.
- Pargendler, M. (2014, June). Corporate governance in Emerging Markets. In J. N. Gordon, & W-G. Ringe (Eds.), *Handbook of Corporate Law and Governance, Forthcoming*, FGV Direito SP Research Paper Series Nº 17. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417994
- Rodrigues, R., Samagaio, A., & Felício, T. (2020). Corporate governance and R&D investment by European listed companies. *Journal of Business Research*, 115, 289-295. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.070>
- Samara, A. D. (2014). Assessing the relevance of deferred tax items: Evidence from loss firms during the financial crisis. *The Journal of Economic Asymmetries*, 11, 138-145. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jeca.2014.09.003>
- Santos, J. G. C., Vasconcelos, A. C., De Luca, M. M. M. (2024). Folga financeira e gastos ambientais: value-relevance no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 35(94), e1721. <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x20231721.pt>
- Shan, Y. G. (2015). Value relevance, earnings management and corporate governance in China. *Emerging Market Review*, 23, 186-207.

<http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2015.04.009>

Siekkinen, J. (2016). Value relevance of fair values in different investor protection environments. *Accounting Forum*, 40, 1-15. <http://dx.doi.org/10.1016/j.accfor.2015.11.001>

Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., & Joseph, N. L. (2000). A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from agenda for corporate governance reform. *British Accounting Review*, 32, 447-478. <https://doi.org/10.1006/bare.2000.0145>

Terra, P. R. S., & Lima, J. B. N. (2006). Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 17(42), 35-49. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000300004>

Tjahjadi, B., Soewarno, N., Mustikaningtiyas, F. (2021). Good corporate governance and corporate sustainability performance in Indonesia: a triple bottom line approach. *Heliyon*, 7, e06453, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e06453>

Vichitsarawong , T., & Eng, L. L. (2023). Corporate governance, financial indicators and asset impairments during the COVID-19 pandemic period, 58, 104627.

<https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104627>

