

COMPREENDER A RELAÇÃO DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O VALOR DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**GABRIELE GIEHL¹
MIRIAN OLIVEIRA²****RESUMO**

Este artigo tem como objetivo analisar os níveis de governança corporativa definidos pela Brasil, Bolsa e Balcão (B3) e sua influência no potencial de rendimento das ações das companhias. O conceito de governança surgiu nos Estados Unidos na década de 1980 e no Brasil apenas em 1999, quando o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) lançou o que hoje é um código completo de boas práticas de governança para empresas abertas em bolsa. Com o objetivo de regulamentar e setorizar as companhias abertas, a B3 define atualmente cinco níveis que são, em ordem decrescente de melhores práticas, Novo Mercado, Nível 2, Nível 1, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, e abrangem diretrizes referentes a principalmente capital social, quadro acionário, transparência, ética e conduta de informações frente ao mercado financeiro. Melhores práticas de governança corporativa estão profundamente relacionadas com a gestão eficiente do negócio e entrega de resultados, o que no longo prazo deveria se refletir em aumento do valor da empresa e conseqüentemente maior rendimento para os acionistas. A análise deste estudo abrange o período de 2010 a 2020, com o objetivo de excluir períodos de grandes crises globais e eventos disruptivos como foram a crise do subprime em 2008 e a pandemia de COVID-19 em 2020. Através do estudo empírico-descritivo estatístico, ficou confirmado que ações de empresas com segmentação definida de governança corporativa de fato apresentam retornos superiores quando comparadas àquelas sem segmentação, porém não foi encontrado aumento de rendimento estatisticamente relevantes entre alguns níveis de governança corporativa.

Palavras-chave: ASG. Níveis de Governança Corporativa. B3. Valor da empresa. Retorno.

ABSTRACT

This article aims to analyze the levels of corporate governance defined by Brasil, Bolsa e Balcão (B3) and their influence on the potential yield of companies' stocks. The concept of governance emerged in the United States in the 1980s and in Brazil only in 1999 when the Brazilian Institute of Corporate Governance (IBGC) introduced what is now a comprehensive code of good governance practices for publicly traded companies. With the goal of regulating and categorizing publicly traded companies, B3 currently defines five levels, in descending order of best practices: New Market, Level 2, Level 1, Bovespa Mais, and Bovespa Mais Level 2. These levels encompass

¹ Graduanda do Curso de Administração da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. E-mail: gabrielle.giehl@edu.pucrs.br.

² Orientador: Mirian Oliveira: Pós-doutorado (ISEG/UL), Doutorado em Administração (UFRGS), Mestrado em Engenharia Civil (UFRGS), Eng. Civil (PUCRS), Pesquisadora na PUCRS. E-mail: miriano@pucrs.br

guidelines primarily related to social capital, shareholder structure, transparency, ethics, and conduct of information towards the financial market. Best practices in corporate governance are deeply connected to efficient business management and the delivery of results, which should, in the long run, be reflected in increased company value and consequently higher returns for shareholders. The study consider data from 2010 to 2020, with the aim of excluding periods of major global crises and disruptive events such as the subprime crisis in 2008 and the COVID-19 pandemic in 2020. Through empirical-statistical descriptive study, it was confirmed that stocks of companies with defined corporate governance segmentation indeed show superior returns when compared to those without segmentation. However, statistically relevant yield increases were not found among some levels of corporate governance.

Keywords: *ESG; Corporate Govenance; B3; Levels of Corporate Govenance; Valuation. Return.*

INTRODUÇÃO

O tema sustentabilidade está presente na sociedade e no mundo corporativo desde 1987, ano no qual o documento *Our Common Future* (Nosso Futuro Comum) apresentou o conceito de desenvolvimento sustentável (ANBIMA, 2021). A partir do tema sustentabilidade o documento intitulado *Who Cares Wins* (Quem se importa ganha), introduziu o conceito de Environmental, Social, and Governance (ESG) ao mercado global e financeiro (ONU, 2004). Ambos os documentos apontam a relevância do tema e o impacto que o mesmo possui não apenas no mundo corporativo, mas o quanto refletem substancialmente no mercado financeiro.

O tema de Ambiental, Social e Governança (Environmental, Social, and Governance “ESG”, em inglês), refere-se aos critérios ambientais, sociais e de governança que são utilizados para avaliar o desempenho e a responsabilidade das empresas em áreas relacionadas à sustentabilidade e à ética empresarial. Em 2021, com o objetivo de fomentar a mesma discussão sobre o tema e alertar investidores individuais e as casas gestoras de investimentos sobre a importância de levar em consideração os fatores ESG nas análises de investimentos, o CEO da Black Rock, maior gestora de recursos do mundo, Laurence D. Fink, afirmou que a própria gestora passará a adotar uma série de iniciativas para incorporar a sustentabilidade à suas estratégias de investimentos.

A Governança Corporativa, prática que visa a boa governança nas instituições pode ser considerada um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa, minimizar a assimetria de informação existente entre administradores e proprietários e fazer com que os acionistas que não pertencem ao bloco de controle possam reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia (Silveira, 2002).

Apesar da amplitude do tema, surge o questionamento do quanto os níveis de classificação da governança corporativa adotados no Brasil afetam o retorno das empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira.

Diante do exposto, este artigo tem o objetivo de analisar a relação da governança corporativa, um dos temas da sigla ESG, sendo essa classificada em cinco níveis, definidos pela B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) e o valor das empresas listadas na B3, dentro o período de 2010 a 2020.

Entender a relação pode contribuir para que tanto investidores quanto empresas possam dimensionar a relevância dos níveis de governança corporativa e a sua relação com o valor da empresa, auxiliando o investidor compreender e realizar análises com os resultados obtidos e serem capazes de determinar se aderem ou não a ativos de determinado nível. Em adição, compreender se aquelas que aderiram a melhores níveis de governança de fato possuem resultados superiores às demais, e assim, auxiliar empresas na decisão optarem ou não a aderir práticas de governança para um melhor desempenho.

O estudo está dividido em cinco capítulos, iniciados com a introdução e seguido pela revisão bibliográfica, com os conceitos dos temas estudados, teorias, princípios e demais indícios que corroboram com a hipótese apresentada. O terceiro engloba a metodologia utilizada e a base de dados das quais foram referência para o estudo em questão, na sequência, analisa-se os dados encontrados na metodologia com base nas teorias estudadas para que então, no capítulo cinco as conclusões sejam tomadas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Sustentabilidade e ESG

Conforme já mencionado, segundo a ANBIMA (2021) no artigo “Retrato da Sustentabilidade no Mercado de Capitais”, as discussões sobre o tema sustentabilidade estão presentes na sociedade e no mundo corporativo desde 1987, quando a Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento, criada pela Organização das Nações Unidas (ONU), apresentou no documento *Our Common Future* (Nosso Futuro Comum) o conceito de desenvolvimento sustentável como sendo: “aquele que satisfaz as necessidades presentes sem comprometer a capacidade das gerações futuras de suprir suas próprias necessidades”.

A partir do tema sustentabilidade o documento intitulado *Who Cares Wins* (Quem se importa ganha), desenvolvido em 2004 através de uma parceria entre a organização Nações Unidas, o governo da Suíça, 23 instituições financeiras e o Banco Mundial, introduziu o conceito de Environmental, Social, and Governance (ESG) ao mercado global e financeiro. O documento aponta que vários estudos realizados à época sobre empresas e os setores que elas estão incluídas contribuíram para uma compreensão mais aprofundada da percepção do investidor e do acionista frente a uma melhor gestão de questões ambientais, sociais e de governança (ESG). Além disso, muitos estudos confirmam que a forma como uma empresa gerencia as questões ESG frequentemente é um bom indicador dos níveis gerais de risco e da qualidade geral de gestão - ambos determinantes sólidos do sucesso a longo prazo das empresas (ONU, 2004).

O exemplo em que a sustentabilidade adentrou não apenas a sociedade, mas também o mundo corporativo pode ser com o relato de Zhang, da SoFi and Purview Investments apud. (Napoletano, 2023): “Muitos clientes estão preocupados com problemas ambientais e sociais, como as mudanças climáticas que levam a crises climáticas mais frequentes e graves, desigualdade de gênero e racial, segurança de dados e privacidade.”

2.2 A Governança Corporativa do ESG

Segundo Giacomelli *et al.* (2017, p.17), “A governança corporativa é um sistema fundamental para as empresas que pretendem aprimorar o seu valor econômico e o relacionamento com os públicos interno e externo, trazendo perenidade à companhia”. No contexto empresarial a governança corporativa representa uma transição de uma empresa com controle e gestão focados em apenas uma pessoa ou time para uma gestão estratégica. Já Chen (2023) define a Governança Corporativa como o governo das sociedades composto por um sistema de regras, práticas e processos através dos quais uma empresa é dirigida e controlada.

O surgimento de registros relacionados a Governança Corporativa ocorreu a partir da década de 1980, contudo, em 1929 os Estados Unidos precisaram lidar com as consequências da má gestão empresarial que envolvia superprodução, excesso de crédito, falta de regulação da economia, e a bolha de especulação.

Na época, como resposta ao evento econômico as autoridades americanas não apenas implementaram o *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, como criaram a *Securities and Exchange Commission* (SEC), um órgão equivalente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil (Vieira; Mendes, 2004). Anos depois, em 2001 e 2002, apesar das medidas tomadas as empresas como Enron e WorldCom levantaram suspeita após elevados lucros e súbita dificuldade financeira, levando o governo americano a realizar investigações e revelar diversas fraudes contábeis e ocultação de dados.

Não obstante aos escândalos financeiros do passado, a crise de 2008 foi o último evento de grande magnitude nos Estados Unidos a culminar a dúvida de como as empresas estavam gerindo suas operações e do quão transparentes estavam sendo em relação à divulgação de seus dados.

Um estudo de 2013 analisou os diferentes fatores que influenciam no setor de governança corporativa e a conclusão foi de que a implementação de uma estrutura de governança corporativa nas empresas de manufatura americana aumentou a sua eficiência em relação aos anos em que ela não estava implementada (Gill e Biger, 2013, p. 129). Em compensação, no mesmo estudo constatou-se que não necessariamente possuir uma diretoria numerosa seria pressuposto de sucesso, tendo em vista que isso não resultava em um aumento de eficiência na gestão do fundo.

Ainda, empresas que adotam a governança corporativa em seus comitês nos estágios iniciais de constituição tendem a ser as que possuem CEOs com menor poder de decisão em relação à administradores externos (Jones; Li; Cannella Junior, 2015, p. 22). Nesse ínterim, entende-se que já exista uma governança corporativa forte e que efetivamente trouxesse resultados.

No Brasil, o anteriormente conhecido como Instituto Brasileiro de Conselhos de Administradores (IBCA) revisou a sua denominação e passou a se chamar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o órgão fundado em 27 de novembro de 1995, traz em 1999 o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que tem como objetivo:

Gerar e disseminar conhecimento a respeito das melhores práticas em governança corporativa e influenciar os mais diversos agentes em sua adoção, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e, conseqüentemente, para uma sociedade melhor (IBGC, 2023).

Em sua segunda edição, o documento traz em forma de tópicos os que são hoje considerados os princípios da governança corporativa, que serão analisados no próximo subcapítulo.

A sexta edição do código, lançada este ano, apresenta além dos princípios, a estrutura de governança que é representada pelo conjunto de agentes, órgãos e as relações existentes entre eles. A flexibilização na incorporação dos princípios e das condutas permite que mesmo empresas que não possuam a estrutura completa para a adoção das práticas tenham a experiência de construir uma organização a partir dos mesmos e desde o seu princípio compreender os resultados que podem ser obtidos através da adoção das condutas.

A partir de uma estrutura de práticas (estudos de caso) apresentada pelo IBGC considerada empresas que possuam em sua composição acionária um conselho fiscal, conselho de administração, o qual deve ser responsável pelo comitê de auditoria e auditoria independente, diretor-presidente e diretorias específicas, que ficarão responsáveis pelo gerenciamento de riscos, controles internos e *compliance*.

Em relação aos sócios, o código aponta normas relacionadas ao direito a voto, o qual entende que a prática de “uma ação, um voto” é a que melhor atende aos interesses de todos os sócios. Ainda, são apresentadas diretrizes em relação a estatuto e contrato social, soluções em casos de conflitos e controvérsias entre sócios, acordos, assembleias, ação de controle e política de distribuição de resultados são especificadas ao decorrer do código, exemplificando em cada assunto uma situação prática.

2.3 Princípios da Governança Corporativa

Em conjunto com as leis e regulamentações dos órgãos brasileiros, os princípios têm como objetivo auxiliar as empresas independentemente do seu porte, natureza jurídica ou estrutura de capital. O papel desempenhado abrange a interpretação e aplicação das diretrizes, preenchendo lacunas e orientando empresas que tenham diferentes níveis de maturidade ou que tenham características específicas incompatíveis da organização.

Os princípios, determinados pelo IBGC (2023) são baseados em Integridade, Transparência, Equidade, Responsabilização (*Accountability*) e Sustentabilidade:

Quadro1 – Princípios da Governança Corporativa

Princípios	Abrangência
Integridade	Praticar e promover o contínuo aprimoramento da cultura ética na organização, evitando decisões sob a influência de conflitos de interesses, mantendo a coerência entre discurso e ação e preservando a lealdade à organização e o cuidado com suas partes interessadas, com a sociedade em geral e com o meio ambiente.
Transparência	Disponibilizar, para as partes interessadas, informações verdadeiras, tempestivas, coerentes, claras e relevantes, sejam elas positivas ou negativas, e não apenas aquelas exigidas por leis ou regulamentos. Essas informações não devem restringir-se ao desempenho econômico-financeiro,

	contemplando também os fatores ambiental, social e de governança. A promoção da transparência favorece o desenvolvimento dos negócios e estimula um ambiente de confiança para o relacionamento de todas as partes interessadas.
Equidade	Tratar todos os sócios e demais partes interessadas de maneira justa, levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas, como indivíduos ou coletivamente. A equidade pressupõe uma abordagem diferenciada conforme as relações e demandas de cada parte interessada com a organização, motivada pelo senso de justiça, respeito, diversidade, inclusão, pluralismo e igualdade de direitos e oportunidades.
Responsabilização (<i>Accountability</i>)	Desempenhar suas funções com diligência, independência e com vistas à geração de valor sustentável no longo prazo, assumindo a responsabilidade pelas consequências de seus atos e omissões. Além disso, prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, cientes de que suas decisões podem não apenas responsabilizá-los individualmente, como impactar a organização, suas partes interessadas e o meio ambiente.
Sustentabilidade	Zelar pela viabilidade econômico-financeira da organização, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e operações, e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, natural, reputacional) no curto, médio e longo prazos. Nessa perspectiva, compreender que as organizações atuam em uma relação de interdependência com os ecossistemas social, econômico e ambiental, fortalecendo seu protagonismo e suas responsabilidades perante a sociedade.

Fonte: Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2023).

2.4 Governança Corporativa e a sua classificação na B3

Além da adoção do modelo “aplique ou explique” do código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas, onde ao não adotar uma recomendação, a companhia poderá explicar suas razões, a classificação dos cinco níveis feita com base em critérios estabelecidos pelas B3 busca estabelecer regras, a fim de atingir um nível superior de excelência entre as empresas que decidem aderir voluntariamente a um dos segmentos de governança na bolsa brasileira. De acordo com a B3:

Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem. Além disso, tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos aos acionistas, bem como dispor sobre a divulgação de informações aos participantes do mercado, os regulamentos visam à mitigação do risco de assimetria informacional (B3, 2023).

Sendo assim, cada nível da classificação tem suas diretrizes de acordo com critérios estabelecidos pela B3, com o principal objetivo sendo segmentar os diferentes perfis de empresas visando o desempenho do mercado financeiro (B3, 2023). Para adesão, e conseqüentemente classificação da empresa, são levados em conta características descritas em seguida. Os segmentos estão descritos em ordem de maior relevância:

- Novo Mercado: o mais alto nível de classificação e tem como primeiro critério de adesão a celebração de um contrato com a B3. As empresas que optarem pela classificação em questão deve possuir um capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias (ON). Quanto a vedação a disposições estatutárias há a limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas péticas". A regra geral para o percentual mínimo de ações em circulação (*free float*) é de 20%, com exceções para empresas que negociem volumes maiores a R\$ 20.000.000,00, há ainda a vedação ao acúmulo de cargos sendo obrigatória a realização de reunião pública anual, 5 dias após a divulgação dos resultados trimestrais, podendo ocorrer de forma presencial, por teleconferência ou vídeoconferência. As regras quanto a necessidade de divulgação em inglês é válida para fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e *press release* de resultados. A Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, a instalação do comitê de auditoria, de auditoria interna e *Compliance* é obrigatória e com regulamentos próprios. A concessão de *tag along* para a categoria é de 100% para ações ON.
- Nível 2: as empresas que optarem pela classificação em questão devem possuir um capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN), sendo vetada a limitação do número de votos de acionista ou grupo de acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social. Quanto a vedação a disposições estatutárias, há a limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas péticas". A regra geral para o percentual mínimo de ações em circulação (*free float*) é de 20%, com exceções para empresas que negociem volumes maiores a R\$ 20.000.000,00. Há ainda a vedação ao acúmulo de cargos sendo obrigatório a realização de reunião pública anual, de forma presencial. Diferente do Novo Mercado, é obrigatória a divulgação das demonstrações financeiras em inglês e a Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, entretanto a instalação do comitê de auditoria, de Auditoria Interna e *Compliance* é facultativa, diferentemente do Novo Mercado. A concessão de *tag along* para a categoria é de 100% para ações ON e PN.
- Nível 1: muito similar ao nível 2, as empresas que optarem pela classificação em questão devem possuir um capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN), sendo vetada a limitação do número de votos de acionista ou grupo de acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social. Entretanto, quanto a vedação a disposições estatutárias, não há regra específica para o tema. A regra geral para o percentual mínimo de ações em circulação (*free float*) é de 20%, com exceções para empresas que negociem volumes maiores a R\$ 20.000.000,00. Há ainda

a vedação ao acúmulo de cargos sendo obrigatório a realização de reunião pública anual, de forma presencial. Diferente do Nível 2 não é obrigatória a divulgação das demonstrações financeiras em inglês, apenas conforme legislação, já a Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, a instalação do comitê de auditoria, de Auditoria Interna e *Compliance* é facultativa, diferentemente do Novo Mercado. A concessão de *tag along* para a categoria é de 80% para ações ON.

- Bovespa Mais: diferentemente dos demais segmentos, as empresas que optarem pela classificação em questão devem possuir um capital social dividido somente em ações ordinárias (ON), sendo a acumulação de cargos possível apenas para o Presidente do conselho, diretor presidente ou principal executivo sejam a mesma pessoa. Entretanto, quanto a vedação a disposições estatutárias, as mesmas podem ser realizadas por quórum qualificado e "cláusulas pétreas". A regra geral para o percentual mínimo de ações em circulação (*free float*) é de 25% a partir do 7º ano de listagem. É facultativa a realização de reunião pública anual. Assim como o Nível 2 não é obrigatória a divulgação das demonstrações financeiras em inglês, apenas conforme legislação, também sendo a Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado obrigatória. Todavia, a instalação do comitê de auditoria, de Auditoria Interna e *Compliance* é facultativa. A concessão de *tag along* para a categoria é de 100% para ações ON.
- Bovespa Mais Nível 2: assim como o nível 1 e 2, as empresas que optarem pela classificação em questão devem possuir um capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) não havendo regra específica quanto a vedação a disposições estatutárias. A regra geral para o percentual mínimo de ações em circulação (*free float*) é de 25% a partir do 7º ano de listagem. Como o nível Bovespa Mais, há a possibilidade de acumulação de cargos apenas para o Presidente do conselho, diretor presidente ou principal executivo sejam a mesma pessoa. É facultativa a realização de reunião pública anual. A Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado é obrigatória, diferente do Nível 1, entretanto é facultativa a divulgação das demonstrações financeiras em inglês, apenas conforme legislação, instalação do comitê de auditoria, de Auditoria Interna e *Compliance*, diferentemente do Novo Mercado. A concessão de *tag along* para a categoria é de 100% para ações ON e PN.

Em resumo, os segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 possuem práticas similares quanto ao percentual mínimo de ações em circulação (*free float*) e a vedação ao acúmulo de cargos, já entre segmentos Bovespa Mais Nível 2, Bovespa Mais, N1 e N2 é facultativa a instauração de Comitê de Auditoria, Auditoria Interna e *Compliance*.

No estudo de Gill e Biger (2013), essas regulamentações definidas pela B3 também servem para atrair investidores, pois garantem direitos aos acionistas e estabelecem normas rigorosas de divulgação de informações para os participantes do mercado. Isso tem como objetivo mitigar o risco de assimetria informacional, promovendo maior transparência e confiança no mercado.

O estudo realizado por Durnev e Kim (2005) apud. Melo, Batista, Macedo e Costa (2013, p. 5), "por exemplo, a partir de dados referentes a empresas de 27 países,

encontrou evidências de que um nível maior de governança e transparência faz com que as empresas sejam mais valorizadas nos mercados acionários.”

2.5 Preço da Ação

Para a melhor compreensão do preço da ação, a Warren Magazine descreve a ação sendo uma fração de uma empresa de capital aberto e todo investidor que compra uma ação se torna dono de parte dessa companhia com direitos e deveres que variam pela quantidade e tipo de ação adquirida.

A formação do preço de uma ação é definida pela Corretora Citibank (2023), subsidiária americana do Citigroup no Brasil como: os investidores de mercado formam o preço da ação mediante suas ordens de compra e venda que estabelecem o fluxo de oferta e procura de cada ativo. Uma maior ou menor procura pela ação influencia o seu processo de valorização ou desvalorização e isso está diretamente relacionado as perspectivas futuras de desempenho da empresa, que podem ser alteradas com notícias relevantes internas e do mercado, assim como novos resultados da própria companhia. Em sumo, a cotação de uma ação reflete o apetite (demanda) dos investidores por se tornarem sócios de uma empresa com o objetivo de ver o seu capital valorizado durante o tempo do investimento. Para que essa valorização aconteça, é importante que o investidor compre ações que tenham potencial de valorização do seu preço.

Existem algumas formas de se calcular qual deveria ser o valor justo de uma ação, conforme a teoria de finanças. Esses cálculos são frequentemente utilizados pelos investidores (principalmente os institucionais) na tomada de decisões de compra e venda nos seus portfólios de ações. Por ser o método mais comumente utilizado pelo mercado, exploraremos em mais detalhes o cálculo da avaliação das empresas (*valuation*) pelo Fluxo de Caixa Descontado.

2.6 *Valuation*

O fluxo de caixa descontado consiste na projeção de geração de caixa futuro de uma empresa descontada a valor presente para que o investidor possa analisar os ganhos esperados em relação ao custo de oportunidade do capital investido. Essa metodologia é considerada a que melhor representa em termos técnicos e conceituais o *valuation* de empresas (Assaf Neto, 2014 *apud* Bruchez, Pinto, Liszbinski e Pietro Neto, 2018).

Para se calcular o fluxo de caixa descontado, são necessárias as demonstrações financeiras históricas da companhia analisada, expectativas de crescimento de mercado e a taxa de juro de desconto para o cálculo de valor presente líquido (Geltner; Neufville, 2018).

Uma vez definido o *valuation* (valor justo) de uma companhia, bastaria dividi-lo pelo número de ações total da empresa para se ter o valor justo de cada ação possibilitando a comparação com a cotação de mercado atual para concluir se o investidor deveria comprar ou vender o ativo. Dessa maneira os analistas de pesquisa de grandes corretoras dão suas recomendações para seus clientes, muitas vezes movendo o preço da ação como consequência de seus relatórios.

Sendo assim, é possível notar que o preço de uma ação é bastante sensível a percepção dos investidores sobre o futuro de uma empresa e quando relacionamos isso com os objetivos listados acima da Governança Corporativa, poderíamos esperar que empresas com níveis mais altos de transparência, integridade, equidade,

accountability e sustentabilidade deveriam ter um potencial de geração de caixa futuro maior consequentemente gerando maior demanda dos investidores por suas ações. Com relação à análise do retorno, também realizada pelo investidor, Kobori (2019), pontua que “retorno esperado é o retorno exigido pelo investidor”.

Lima *et al.* (2015) *apud* Batistelli, Groto, Einsweiler e Piccoli, (2020), analisaram a relação entre diferentes níveis de governança corporativa e o aumento de valor do mercado.

Para isso, foram analisadas 182 empresas do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA agrupadas por segmento de listagem, sendo: Novo mercado, Nível 2 e Nível 1 relacionadas com o seu valor de mercado nos anos de 2009 a 2012, para a obtenção dos resultados evidenciados. O objetivo principal foi avaliar o desempenho econômico medido pela variação média anual do valor do mercado. Como resultado do estudo, ao comparar as empresas que adotam práticas de governança com as que não adotam. Pode-se evidenciar que em sua maioria as empresas que adotaram as práticas, obtiveram melhores performances e resultados econômicos (Lima *et al.* (2015) *apud* Batistelli, Groto, Einsweiler e Piccoli, (2020)).

Embasando assim a teoria do presente estudo, no qual acredita-se que a adoção pelas empresas de um melhor nível de governança corporativa pode ser benéfica não apenas para a companhia, mas para o investidor que mantiver a ação no longo prazo.

3 METODOLOGIA

3.1 Classificação do método de pesquisa

A estratégia de investigação adotada neste estudo que embasa os resultados encontrados é classificada como empírica-descritiva com aplicação de inferências estatísticas. A pesquisa também pode ser classificada como Interdisciplinar, por abordar assuntos de âmbito Financeiro e Empresarial, como descreve Parnadinhas (1977, p.159 *apud* Lakatos, 2021) “pesquisa em uma área de fenômenos estudados por investigadores de diferentes campos das Ciências Sociais: Antropologia Social, Economia Política, Psicologia Social, Socioeconomia etc”.

3.2 Plano de instrumento de coleta de dados

Os dados mencionados no presente trabalho são oriundos de bases de dados acadêmicos com um amplo acervo contendo teses, monografias e dissertações. A coleta de dados se iniciou em plataformas acadêmicas como SciELO, SCOPUS e SPELL, a qual foram utilizadas as palavras “ESG”, “ASG”, “*corporate governance*”, “B3”, governança corporativa”, “desempenho” e “retorno”. Como fonte de insumos paralela, a pesquisa em homepages e websites se possibilitou a expansão de cenários e atualização de contextos, tendo em vista a constante evolução do assunto.

A coleta de dados referente a classificação das empresas listadas foi realizada no site oficial da B3 – Brasil, Bolsa e Balcão e cotação dos ativos para composição da base foram coletados nos sites Investing.com, Google Finance e Yahoo! *Finance*, conforme disponibilidade. As informações referentes à classificação das empresas em relação aos níveis foram coletadas no site oficial da B3 e a tabela completa com o comparativo dos segmentos de listagens encontra-se no Anexo A.

De acordo com o período de pesquisa já estabelecido na introdução do artigo, as cotações coletadas foram as do dia 05/01/2010 e 05/01/2020. O intervalo de anos escolhido tem como objetivo evitar períodos de grandes eventos financeiros, econômicos ou pandêmicos como os anos de 2008 (bolha na bolsa americana) e 2020 (COVID-19), ficando assim independente de fatores externos. Foram desconsideradas as empresas listadas que realizaram a sua Oferta Inicial de Ações - Inicial Public Offering (IPO em inglês) - a partir de 2010.

3.3 Plano de análise de dados

A primeira análise de dados ocorreu a partir da seleção das empresas de acordo com a sua classificação e ano de IPO. Com os dados ajustados e a base de concluída, ainda na ferramenta Excel, a fim de compreender em percentual os ganhos durante período estudado foi utilizada a seguinte fórmula:

$$\text{Rendimento} = (\text{Preço atual/preço anterior}) - (1)$$

Com o rendimento das empresas listadas e classificadas e das empresas listadas, mas sem segmento, foi possível construir a base de dados que originou os dados analisados no próximo capítulo.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

TECNICAS ESTATÍSTICAS EMPREGADAS

O tratamento estatístico dos dados foi realizado com o auxílio do programa estatístico Statistical Package for Social Sciences, versão 25.0 (SPSS Inc., Chicago, IL, USA, 2018) para Windows e para critérios de decisão estatística considerou-se o nível de significância de 5%. A apresentação dos resultados ocorreu pela estatística descritiva, considerando as distribuições absoluta e relativa (n - %), bem como, as medidas de tendência central (média e mediana) e de variabilidade (desvio padrão e amplitude) com estudo da simetria pelo teste de Shappiro wilk. A análise que envolveu a comparação das cotações e do rendimento entre os segmentos foi realizada pela ANOVA (One Way) – Post Hoc Sheffé. Para a comparação entre as empresas com e sem segmento, foi empregado o teste t-Student para grupos independentes. Nas análises que envolveram a comparação entre as cotações de 2010 e 2020 foi empregado o teste t-Student para dados pareados.

RESULTADOS

Os resultados apresentados referem-se a uma amostra de 179 empresas distribuídas em quatro diferentes segmentos, sendo eles Bovespa Mais (MA) correspondendo a 1,7% (n=3), Nível 1 (N1) correspondendo a 10,1% (n=18), Nível 2 (N2) correspondendo a 6,1% (n=11) e Novo Mercado (NM) correspondendo a maior amostra, com 45,3% (n=81). Também foi comparado nos estudos um grupo específico de empresas definidas como sem segmento (SS), representando 36,9% (n=66) da amostra.

Em relação a data de IPO, compuseram a amostra apenas empresas que tiveram sua oferta pública inicial de ações antes de 2010. O período definido para análise foi de dez anos, utilizando as cotações de janeiro de 2010 e janeiro de 2020, para que fosse obtida a informação de retorno em um período maior, mas desconsiderando eventos extremos no mercado financeiro, como a COVID-9 que se iniciou naquele ano.

Tabela 1: Medidas de tendencia central e de variabilidade para a cotação da ação.

Variáveis	Total amostra (n=179) ^A	
	n	%
Seguimento		
MA	3	1,7
N1	18	10,1
N2	11	6,1
NM	81	45,3
SS	66	36,9

A: Percentuais obtidos com base no total da amostra (n=179)

As empresas investigadas tiveram como base de informação as cotações no dia 05 de janeiro de 2010 e 2020, bem como o rendimento apresentado pelo cálculo (preço atual/preço anterior) - (1). Tais informações são apresentadas na tabela 2, através das medidas de tendência central e de variabilidade para cada tipo de segmento, bem como, para o grupo de empresas sem segmento.

A apuração das estatísticas levou em consideração dois grupos independentes, caracterizados pelas empresas com segmento, 63,1% (n=113) e sem segmento, 36,9% (n=66).

Tabela 2: Medidas de tendencia central e de variabilidade para cotação e rendimento, nos grupos de empresas com e sem segmento.

Variáveis	Média	Desvio padrão	Quartis		
			Q1	Q2 (mediana)	Q3
Com segmento (n=113)					
Cotação 05/01/2010	18,2	44,8	4,3	8,7	14,8
Cotação 05/01/2020	25,1	24,2	10,3	19,5	31,2
Rendimento	212,0%	279,3%	38,0%	132,0%	323,0%
Sem segmento (n=66)					
Cotação 05/01/2010	45,5	84,5	6,2	17,1	34,4
Cotação 05/01/2020	30,5	42,1	6,7	18,5	36,2
Rendimento	131,4%	400,1%	-48,8%	34,0%	113,5%

As informações para cotação e rendimento, foram estratificadas pelo segmento e foram consideradas exclusivamente as empresas dos segmentos N1, N2, NM, bem como, aquelas sem segmento (SS). Sobre estes grupos de empresas foi realizada a comparação estatística, sendo que, nesta análise foram excluídas as empresas do

segmento MA, pela ausência de representatividade em função do número de casos (n=3).

Conforme segue apresentado na tabela 3 foi detectada a diferença estatística significativa sobre o rendimento ($p=0,001$), apontando que as empresas dos segmentos NM ($235,8\% \pm 303,5\%$ / mediana = 132,0%) e N2 ($197,5\% \pm 217,9\%$ / mediana = 201,0%) apresentaram média de rendimento significativamente superior em comparação ao grupo de empresas SS ($131,4\% \pm 400,1\%$ / mediana = 34,0%).

Tabela 3: Medidas de tendência central e de variabilidade para a cotação e rendimento, por segmento.

Rendimento	Total amostra (n=190) ^A						p ^c
	n	Média	Desvio padrão	Quartis			
				Q1	Q2 (mediana)	Q3	
MA	3	77,3%	233,1%	-81,0%	-32,0%	345,0%	---
N1	18	136,1% ab	184,3%	2,0%	101,0% ab	229,5%	0,001
N2	11	197,5% a	217,9%	-11,0%	201,0% a	392,0%	
NM	81	235,8% a	303,5%	42,5%	132,0 %a	333,5%	
SS	66	131,4% b	400,1%	-48,8%	34,0% b	113,5%	

C: Teste de ANOVA (One Way) – Post Hoc Sheffé, onde médias seguidas de letras iguais não diferem a uma significância de 5%

Considerando exclusivamente as empresas do grupo com segmento (n=113), buscou-se investigar em cada tipo de segmento, a magnitude das diferenças entre a cotação do ano de 2020 em relação ao ano de 2010. Em função de restrições sobre o número de casos a serem analisados, o segmento MA, novamente, não fez parte desta análise.

De acordo com os resultados apresentados na tabela 4, foi detectada diferença estatisticamente significativa nas empresas do segmento NM ($p<0,001$), apontando que a cotação média em 2020 ($26,4 \pm 22,8$ / mediana=20,7) se mostrou significativamente superior quando comparada a cotação média do ano de 2010 ($15,5 \pm 21,0$ / mediana=9,3), e nas empresas do segmento N1 ($p=0,038$), indicando que a cotação média em 2020 ($15,6 \pm 9,0$ / mediana=12,7) também se mostrou significativamente superior quando comparada as estimativas do ano de 2010 ($9,3 \pm 6,9$ / mediana=7,5).

Em relação a comparação entre as cotações de 2020 e 2010, sobre os segmentos N2 as diferenças entre os escores médios/medianos não impactaram em resultado estatisticamente significativo.

Tabela 4: Medidas de tendência central e de variabilidade para a cotação e rendimento, nos grupos de empresas com segmento.

Variáveis	n	Média	Desvio padrão	Quartis			p ^B
				Q1	Q2 (mediana)	Q3	
Empresas com seguimento							
N1							0,038
Cotação 05/01/2010	18	9,3	6,9	4,2	7,5	11,4	
Cotação 05/01/2020	18	15,6	9,0	8,4	12,7	21,5	

N2							0,491
Cotação 05/01/2010	11	54,2	131,3	2,0	9,0	35,8	
Cotação 05/01/2020	11	34,3	44,0	5,4	28,9	35,9	
NM							<0,001
Cotação 05/01/2010	81	15,5	21,0	4,6	9,3	14,8	
Cotação 05/01/2020	81	26,4	22,8	12,5	20,7	34,9	

B: Teste t-Student para dados pareados

As cotações de 2020 e 2010 foram comparadas, no grupo das empresas com segmento, bem como, entre aquelas sem segmento. Conforme os dados apresentados na tabela 5, ocorreu diferença significativa nas empresas com segmento ($p=0,037$), onde as cotações se mostraram superiores no ano de 2020 [Cotação 2010: $18,2\pm 44,8$ / mediana=8,7/ Cotação 2020: $25,1\pm 24,2$ / mediana=19,5]. O resultado vai de acordo com os estudos de Lima et. Al. (2015) no qual o valor de mercado das organizações classificadas como Novo Mercado (NM) na BM&FBOVESPA variou mais positivamente do que aquelas atuantes nos demais níveis.

Sobre os resultados no grupo de empresas sem segmento, as diferenças observadas entre as estimativas das cotações não se mostraram representativas nesta amostra.

Outro resultado relevante ocorreu sobre o rendimento, quando comparado entre as empresas com e sem segmento ($p=0,009$). De acordo com as estimativas apresentadas na tabela 5, há evidências de que as empresas com segmento concentraram rendimentos significativamente mais elevados ($212,0\%\pm 279,3\%$ / mediana=132,0%), quando comparadas ao grupo de empresas sem segmento ($131,4\%\pm 400,1\%$ / mediana=34,0%). Ainda de encontro a Lima et. Al. (2015), conclui-se que a adesão da companhia ao mercado diferenciado gera incentivos para que a companhia continue optando pelos segmentos mais elevados de governança, ademais demonstrando que a comparação entre os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) está e precisa cada vez mais estar em foco.

Vieira e Mendes (2004) apontaram que apesar de diversos estudos dos índices da Bolsa não houve resultados conclusivos, contudo de acordo com os testes informação de variação acumulada há uma superioridade das empresas com boa governança em relação as demais, assim os autores concluíram que o mercado está disposto a pagar um “prêmio de governança” sobre o preço das ações, o que parece estar estreitamente ligado ao menor risco de crédito associado a essas empresas.

Tabela 5: Medidas de tendencia central e de variabilidade para a cotação e rendimento, nos grupos de empresas com e sem segmento.

Variáveis	n	Média	Desvio padrão	Quartis			p
				Q1	Q2 (mediana)	Q3	
Empresas com seguimento							0,037 ^B
Cotação 05/01/2010	113	18,2	44,8	4,3	8,7	14,8	
Cotação 05/01/2020	113	25,1	24,2	10,3	19,5	31,2	
Empresas sem seguimento							0,100 ^B
Cotação 05/01/2010	66	45,5	84,5	6,2	17,1	34,4	

Cotação 05/01/2020	66	30,5	42,1	6,7	18,5	36,2	
Rendimento							0,009 ^D
Com seguimento	113	212,0%	279,3%	38,0%	132,0%	323,0%	
Sem seguimento	66	131,4%	400,1%	-48,8%	34,0%	113,5%	

B: Teste t-Student para dados pareados. D: Teste t-Student para grupos independentes assumindo heterogeneidade de variâncias.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como apresentado na última seção, a pesquisa foi composta por três estudos estatísticos que têm como objetivo analisar a hipótese de que empresas com níveis mais avançados de governança corporativa teriam maior potencial de valorização nos preços de suas ações no longo prazo.

O teste de Sheffé demonstrou que empresas com segmentação de governança corporativa definida de fato apresentaram média de rendimento estatisticamente superior a empresas que não possuem segmentação definida, resultado em linha com o objetivo e a expectativa deste artigo.

Com o intuito de aumentar a validade estatística do estudo, foram feitos ainda dois outros exercícios comparando as cotações no período de 10 anos analisado para cada segmentação por meio do teste t student que por sua vez indicaram que foi identificada diferença estatística entre as cotações para os segmentos NM e N1, resultado este que não está completamente em linha com o esperado considerando que o nível N2 não apresentou diferença estatística entre as cotações assim como as empresas sem segmento (SS).

Considerando todos os testes realizados, é possível afirmar que alguns segmentos de governança corporativa apresentaram retornos maiores que as empresas sem segmentação, mas não foi possível confirmar estatisticamente que isso é válido para todos os níveis de governança corporativa da B3. Esse resultado pode estar relacionado com limitações da pesquisa relacionadas ao período escolhido ou também com a ainda baixa percepção dos investidores para as práticas de governança no momento de decidir sobre compra ou venda de ações.

O ano de 2023 é um momento interessante para se falar em governança corporativa de empresas negociadas em bolsa no Brasil, considerando o escândalo envolvendo a companhia Lojas Americanas que mesmo com sua classificação de Novo Mercado teve espaço para inconsistências contábeis que a levaram ao pedido de Recuperação Judicial em 19 de janeiro, prejudicando não apenas seus credores, mas também seus investidores. Esse é um ótimo exemplo de que apesar dos níveis de governança corporativa serem uma boa referência não devem ser usados como garantia de melhores práticas de gestão ou como fator principal para a escolha de um portfólio de investimentos.

Como sugestões para novas investigações, este mesmo estudo poderia ser replicado com companhias abertas em bolsa em outros países e em períodos diferentes de análise, inclusive incluindo períodos de crises que foram retirados da amostra como a crise do subprime de 2008 e a pandemia de Covid-19, dada a relevância e amadurecimento do tema nos últimos anos.

REFERÊNCIAS

AMICO, Alissa et al. **The handbook of board governance**: a comprehensive guide for public, private, and not-for-profit boardmember. New Jersey: John Wiley & Sons,

Inc., 2016. 884 p. Disponível em:
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/9781119245445>. Acesso em: 17 set. 2023.

BATISTELLI, Camila; GROTO, Elisabete; EINSWEILER, André Carlos; PICCOLI, Márcio Roberto. Influência Da Governança Corporativa No Desempenho Das Empresas Listadas No Índice IBRX100. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 17, 2020, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: USP, 2020. p. 1-15. Disponível em:
<https://congressousp.fipecafi.org/anais/20UspInternational/ArtigosDownload/1960.pdf>
 . Acesso em: 12 nov. 2023.

BRUCHEZ, Wyllian Patrik; PINTO, Nelson Guilherme Machado; LISZBINSKI, Bianca Bigolin; PIETRO NETO, José de. Aplicação do modelo do fluxo de caixa descontado em uma pequena empresa. **Saber Humano: Revista Científica da Faculdade Antonio Meneghetti**, [S.L.], v. 8, n. 13, p. 115-133, 10 dez. 2018. Faculdade Antonio Meneguetti. <http://dx.doi.org/10.18815/sh.2018v8n13.328>. Disponível em:
https://www.researchgate.net/publication/331336379_Aplicacao_do_modelo_do_fluxo_de_caixa_descontado_em_uma_pequena_empresa. Acesso em: 20 out. 2023.

B3. (São Paulo). **Liquidez**: o que é e quais ações têm maior volume de negociações no último ano. o que é e quais ações têm maior volume de negociações no último ano. 2023. Disponível em: <https://borainvestir.b3.com.br/objetivos-financeiros/investir-melhor/liquidez-o-que-e-e-quais-empresas-na-bolsa-tem-maior-volume-de-negociacoes-no-ultimo-ano/#:~:text=Conforme%20enfocado%2C%20a%20liquidez%20est%C3%A1,financeiro%20ao%20longo%20do%20tempo>. Acesso em: 15 ago. 2023.

B3 (São Paulo). **Listagem**. Disponível em:
https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/. 2023. Acesso em: 10 nov. 2023.

B3. (São Paulo) **Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC B3)**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-governanca/indice-de-acoes-com-governanca-corporativa-diferenciada-igc.htm. Acesso em: 09 set. 2023.

CITI ORRETORA. **Como é formado o preço de uma ação?** São Paulo: CITI, 2023. Disponível em:
https://www.citicorretora.com.br/lermais_materias.php?cd_materias=53. Acesso em: 01 nov. 2023.

CHEN, James. **Corporate Governance Definition: How It Works, Principles, and Examples**: learn how these rules, practices, and processes impacts your investments. Learn how these rules, practices, and processes impacts your investments. Disponível em:
<https://www.investopedia.com/terms/c/corporategovernance.asp>. Acesso em: 25 abr. 2023.

COHEN, Gil. The impact of ESG risks on corporate value. **Review Of Quantitative Finance And Accounting: Springer Nature**. North Brunswick, p. 1451-1468. maio 2023. Disponível em: [https://www-scopus.ez94.periodicos.capes.gov.br/record/display.uri?eid=2-s2.0-85147125399&origin=resultslist&sort=plf-f&src=s&st1=corporate+governance&st2=esg&searchTerms=stocks%3f%21%22*%24&sid=94e0155c8b5106a80faed0f2d4bdf475&sot=b&sdt=b&sl=86&s=%28TITLE-ABS-KEY%28corporate+governance%29+AND+TITLE-ABS-KEY%28esg%29+AND+TITLE-ABS-KEY%28stocks%29%29&relpos=2&citeCnt=0&searchTerm=.](https://www-scopus.ez94.periodicos.capes.gov.br/record/display.uri?eid=2-s2.0-85147125399&origin=resultslist&sort=plf-f&src=s&st1=corporate+governance&st2=esg&searchTerms=stocks%3f%21%22*%24&sid=94e0155c8b5106a80faed0f2d4bdf475&sot=b&sdt=b&sl=86&s=%28TITLE-ABS-KEY%28corporate+governance%29+AND+TITLE-ABS-KEY%28esg%29+AND+TITLE-ABS-KEY%28stocks%29%29&relpos=2&citeCnt=0&searchTerm=) Acesso em: 23 maio 2023.

FILHO, Rubens I.; CIERCO, Agliberto A. Governança, ESG e Estrutura Organizacional. Grupo Almedina (Portugal), 2022. E-book. ISBN 9786587019536. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786587019536/>. Acesso em: 02 nov. 2023.

GELTNER, David; NEUFVILLE, Richard de. **Flexibility and Real Estate Valuation under Uncertainty**: a practical guide for developers. Hoboken: John Wiley & Sons Ltd, 2018. 238 p. Disponível em: <https://onlinelibrary-wiley.ez94.periodicos.capes.gov.br/doi/pdf/10.1002/9781119106470>. Acesso em: 22 out. 2023.

GIACOMELLI, Giancarlo; ELIAS, Flávia; COLOMBO, Jéfferson A.; et al. **Governança Corporativa**. Porto Alegre: Grupo A, 2017. E-book. ISBN 9788595021693. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788595021693/>. Acesso em: 20 jun. 2023.

GILL, Amarjit S.; BIGER, Nahum. The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms. **Emerald Insight: Discover Journals, Books & Case Studies**. Bingley, p. 116-132. 11 jan. 2013. Disponível em: <https://www-emerald.ez94.periodicos.capes.gov.br/insight/content/doi/10.1108/03074351311293981/full/html>. Acesso em: 12 abr. 2023.

GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES (São Paulo). **Código Brasileiro de Governança Corporativa**: companhias abertas. Companhias Abertas. 2016. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/F8/D2/98/00/02D885104D66888568A80AC2/Codigo-Brasileiro-de-Governanca-Corporativa_1_.pdf. Acesso em: 17 set. 2023.

IBGC (São Paulo). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 2023. 6 EDIÇÃO. Disponível em: https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/24640/2023_C%cb3digo%20das%20Melhores%20Pr%c3%a1ticas%20de%20Governan%c3%a7a%20Corporativa_6a%20Edi%c3%a7%c3%a3o.pdf. Acesso em: 12 out. 2023.

JONES, Carla D.; LI, Mengge; CANNELLA JUNIOR, Albert A.. Responses to a Governance Mandate: the adoption of governance committees by nyse firms. *Journal Of Management*. [S.l.], p. 1805-2035. nov. 2015. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/epdf/10.1177/0149206313484515>. Acesso em: 19 set. 2023.

KOBORI, José. *Análise Fundamentalista*. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2019. E-book. ISBN 9788550808239. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788550808239/>. Acesso em: 20 jun. 2023.

LAKATO, Eva Maria. **Técnicas de Pesquisa**. Rio de Janeiro: Grupo Gen, 2021. 315 p. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788597026610/epubcfi/6/10%5B%3Bvnd.vst.idref%3Dhtml4%5D!4/24/3:0%5B%2C%20Re%5D>. Acesso em: 12 nov. 2023.

LIMA, Sérgio Henrique de Oliveira; OLIVEIRA, Francisco Durval; CABRAL, Augusto César de Aquino; SANTOS, Sandra Maria dos; PESSOA, Maria Naiula Monteiro. GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da bmfefbovespa. **Revista de Gestão**, São Paulo, v. 22, n. 2, p. 187-204, 2015. Emerald. <http://dx.doi.org/10.5700/rege558>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1809227616301084>. Acesso em: 12 nov. 2023.

MELO, Rodrigo Santos de; BATISTA, Paulo César de Sousa; MACEDO, Augusto Cezar Moura de; COSTA, Rômulo Bernardino Lopes de. A CONTRIBUIÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA O DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO. **Revista de Gestão**, [S.L.], v. 20, n. 1, p. 79-92, 12 nov. 2013. Emerald. <http://dx.doi.org/10.5700/rege488>. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1809227616302223>. Acesso em: 12 nov. 2023.

NAPOLETANO, Erika. **Environmental, Social And Governance: What Is ESG Investing?** 2023. Disponível em: <https://www.forbes.com/advisor/investing/esg-investing/>. Acesso em: 22 out. 2023.

ONU. **Who Cares Wins**: connecting financial markets to a changing world. *Connecting Financial Markets to a Changing World*. 2004. Elaborado pelo Governo da Suíça, Pacto Global e Banco Mundial. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf. Acesso em: 11 nov. 2023.

RODRIGUEZ, Pamela. **The 5 Biggest Financial Advisory Firms in the U.S.** 2023. Disponível em: <https://www.investopedia.com/articles/professionals/080615/5-biggest-financial-advisory-firms-us.asp>. Acesso em: 22 out. 23.

Segmentos de listagem. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 11 abr. 2023.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **GOVERNANÇA CORPORATIVA, DESEMPENHO E VALOR DA EMPRESA NO BRASIL.** 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Universidade Federal de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/publico/Dissertacao_Alexandre_Di_Miceli.pdf. Acesso em: 15 ago. 2023.

TAKAHASHI, Cacá, et. al. **Retrato da sustentabilidade no mercado de capitais.** Rio de Janeiro: Anbima, 2021. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/3C/C2/CA/05/72EBD71032ADBBD76B2BA2A8/Retrato%20da%20sustentabilidade%20no%20mercado%20de%20capitais.pdf>. Acesso em: 22 out. 23.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do Bndes**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/8177/2/RB%2022%20Governan%C3%A7a%20Corporativa_Uma%20An%C3%A1lise%20de%20sua%20Evolu%C3%A7%C3%A3o%20e%20Impactos%20no%20Mercado%20de%20Capitais%20Brasileiro_P_BD.pdf. Acesso em: 11 nov. 2023.

WARREN. O que é uma ação: tudo que você precisa saber para investir. Warren magazine, [s. l.], p. [1-21], 2023. Disponível em: https://www.citicorretora.com.br/lermais_materias.php?cd_materias=53. Acesso em: 01 nov. 2023.