



Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas

(FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Curso de Graduação em Ciências Contábeis

Lucas Leite Gonçalves

**EFEITOS DA MIGRAÇÃO ENTRE OS NÍVEIS ESPECIAIS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DA B3: UM ESTUDO DE EVENTOS**

Brasília – DF

2021

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Diêgo Madureira de Oliveira
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor José Márcio Camargo
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas**

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias

Professor Doutor Alex Laquis Resende
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Doutor José Lúcio Tozetti Fernandes
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

Lucas Leite Gonçalves

**EFEITOS DA MIGRAÇÃO ENTRE OS NÍVEIS ESPECIAIS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DA B3: UM ESTUDO DE EVENTOS**

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade Gerencial

Área: Contabilidade Financeira

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré

Brasília – DF

2021

Ficha catalográfica elaborada automaticamente,
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Ge Gonçalves, Lucas Leite
 Efeitos da Migração entre os Níveis Especiais de Governança
Corporativa da B3: um Estudo de Eventos / Lucas Leite
Gonçalves; orientador Sérgio Ricardo Miranda Nazaré. --
Brasília, 2021.
 43 p.

 Monografia (Graduação - Curso de Ciências Contábeis e
Atuariais) -- Universidade de Brasília, 2021.

 1. Estudo de Eventos. 2. Governança Corporativa. 3. Novo
Mercado. I. Nazaré, Sérgio Ricardo Miranda, orient. II.
 Titulo.

LUCAS LEITE GONÇALVES

EFEITOS DA MIGRAÇÃO ENTRE OS NÍVEIS ESPECIAIS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DA B3: UM ESTUDO DE EVENTOS

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, sob a orientação do Prof. Dr. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré.

Aprovado em 29 de outubro de 2021.

Prof. Dr. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Orientador

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva
Professor - Examinador

Brasília – DF

2021

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer primeiramente aos meus pais, Marcus e Maria, e a todos os meus familiares e amigos por todo o apoio, força e incentivo que me deram durante toda minha vida.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré, por todos os conselhos e aprendizados repassados e por toda a atenção, comprometimento e paciência, me orientando para que o trabalho fosse sempre realizado da melhor forma possível.

Agradeço também a todos os membros e apoiadores da Ábaco, Empresa Júnior de Contabilidade da UnB, que me acolheram e me permitiram ter experiências de aprendizado e de vida incríveis.

Por fim, agradeço a todos os professores e a equipe de apoio do Departamento de Ciências Contábeis, por todo esforço e ensinamentos repassados durante toda minha trajetória no Curso de Ciências Contábeis e Atuariais.

RESUMO

Este trabalho buscou verificar se a migração, de um nível especial de governança corporativa para outro superior, exerce alguma influência na liquidez (volume financeiro de negócios) e no retorno das ações das empresas. Os segmentos especiais analisados foram o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da B3, que são voltados à negociação de ações de empresas que se comprometem com a adoção de boas práticas de governança corporativa e transparência adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A metodologia utilizada foi o estudo de eventos, que consiste na comparação dos retornos observados durante a janela de eventos com os retornos esperados (normais) caso o evento não tivesse ocorrido. O modelo utilizado para estimação dos retornos normais foi o modelo estatístico de mercado. Verificou-se a presença de retornos anormais negativos estatisticamente significantes, contrariando a hipótese de pesquisa de que a ascensão entre os segmentos especiais de governança corporativa impactaria positivamente as empresas. Os resultados do estudo estão limitados às empresas analisadas, bem como ao tamanho do período de estimação e da janela do evento utilizadas.

Palavras-chave: Estudo de Eventos; Governança Corporativa; Novo Mercado.

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1 - Quantidade de Empresas Listadas por segmento | 22 |
| Tabela 2 - Quantidade de Empresas listadas - Formas de adesão (até jun/2021)..... | 22 |
| Tabela 3 - Empresas listadas – Migração entre NDGC..... | 23 |
| Tabela 4 – Amostra – Empresas a serem analisadas | 23 |
| Tabela 5 - Teste f - Regressão Linear Simples | 28 |
| Tabela 6 - Parâmetros Alfa e Beta (Liquidez) | 29 |
| Tabela 7 - Parâmetros Alfa e Beta (Cotação) | 29 |
| Tabela 8 - Retorno Anormal Acumulado - Liquidez..... | 31 |
| Tabela 9 - Teste de Significância janela do evento - Liquidez..... | 31 |
| Tabela 10 - Retorno Anormal Acumulado - Preço das Ações..... | 33 |
| Tabela 11 - Teste de Significância janela do evento - Preço das Ações..... | 34 |

LISTA DE QUADROS

| | |
|---|----|
| Quadro 1 – Comparativo do segmentos de listagem..... | 15 |
|---|----|

LISTA DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 1 - Etapas do Estudo de Eventos | 19 |
| Figura 2 - Linha do tempo do presente estudo de eventos | 21 |

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|---|----|
| Gráfico 1 - Retorno Anormal Acumulado Diário - Liquidez | 31 |
| Gráfico 2 - Retorno Anormal Médio Acumulado - Liquidez | 32 |
| Gráfico 3 - Retorno Anormal Acumulado Diário - Preço das Ações | 33 |
| Gráfico 4 - Retorno Anormal Médio Acumulado - Preço das Ações..... | 34 |

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| 1. INTRODUÇÃO | 10 |
| 2. REFERENCIAL TEÓRICO | 12 |
| 2.1. Mercado de Capitais no Brasil | 12 |
| 2.2. Teoria da Agência e a Governança Corporativa | 13 |
| 2.3. Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1 e 2) | 14 |
| 2.4. Pesquisas sobre o impacto da adesão ao Novo Mercado | 16 |
| 3. METODOLOGIA | 19 |
| 3.1. Definição do Evento, Janela do Evento e Janela de Estimacão | 20 |
| 3.2. Seleção da Amostra | 21 |
| 3.3. Mensuração do retorno anormal | 24 |
| 3.4. Aferição dos retornos observados | 24 |
| 3.5. Procedimentos de estimacão do retorno normal | 25 |
| 3.6. Procedimentos de teste | 26 |
| 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS | 28 |
| 4.1. Cálculo dos retornos anormais | 29 |
| 4.2. Análise dos impactos na Liquidez | 30 |
| 4.3. Análise dos impactos na Valorização das Ações | 32 |
| 5. CONCLUSÃO | 35 |
| REFERÊNCIAS | 37 |
| APÊNDICE A – Relação de Empresas Listadas nos Segmentos Especiais da B3 | 37 |

1. INTRODUÇÃO

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, “Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.” (IBGC, 2015, p. 20).

Além disso, segundo Bertucci, Bernades e Brandão (2006), a Governança Corporativa compreende um conjunto de políticas e práticas que contribuem, dentre outras coisas, para dar mais visibilidade e transparência às decisões empresariais, de forma a minimizar possíveis conflitos de interesse e aumentar o valor da empresa e o retorno do acionista.

Nesse contexto, considerando principalmente a evolução constante que os modelos de negócio e as relações societárias vem sofrendo, a Governança Corporativa e seu respectivo impacto nas empresas são temas atuais e que vem sendo cada vez mais discutidos.

No mercado de capitais brasileiro, uma das principais iniciativas relacionadas à essa temática foi a instituição, no ano de 2000, de segmentos especiais de listagem, denominados Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, os quais são voltados às empresas que, voluntariamente, se comprometem com a adoção de boas práticas de Governança Corporativa e transparência adicionais às que são exigidas pela legislação.

Tais segmentos foram organizados de forma a possibilitar às empresas um processo de adaptação gradual na implementação de práticas de governança corporativa, transparência e proteção acionária, uma vez que o Nível 1 e o Nível 2 possuem regras de adesão mais “brandas” se comparados ao Novo Mercado, sendo que o Nível 1 possui o menor nível de exigências.

O presente trabalho tem por objetivo analisar qual o impacto que a migração, de um segmento especial de governança corporativa para outro superior, gera no retorno e na liquidez (volume financeiro de negócios) das ações das empresas, uma vez que tal migração implica no aprimoramento das boas práticas de governança corporativa, gerando a expectativa de melhorias nas relações de risco e retorno.

Nesse sentido, foi realizado um levantamento no site da Bolsa de Valores do Brasil (B3) a fim de identificar as empresas que, no período de junho de 2001 até junho de 2021, efetuaram a migração entre os segmentos citados anteriormente. Além disso, buscou-se ainda identificar a respectiva data de migração, assim como selecionar as empresas que possuíam dados suficientes para realização do estudo.

A partir desse levantamento, utilizou-se a metodologia do Estudo de Eventos para verificar qual o impacto gerado nos preços e na liquidez das empresas com a migração entre os

níveis especiais de governança corporativa. Essa análise consiste na comparação entre o retorno esperado caso o evento não tivesse ocorrido e o retorno observado na janela do evento, definida como o período em que há a expectativa de reação do mercado aos fatos ocorridos no evento.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Mercado de Capitais no Brasil

As empresas utilizam-se do mercado financeiro para efetuar captações de forma a financiar seus investimentos. De um lado o mercado de crédito possibilita captações a menores custos e prove *funding* de curto prazo para as companhias. De outro lado, o mercado de capitais é um sistema que possibilita às empresas a captação de recursos de longo prazo, seja através da emissão de títulos, como exemplo as debentures, ou ações. A forma mais conhecida dessa captação e a negociação de ações, a qual é feita através da Bolsa de Valores, que, por sua vez, possibilita aos investidores a aquisição de ações de empresas listadas nos mais variados segmentos.

Segundo Assaf Neto (2018), o mercado de capitais possui diversas modalidades de financiamento que possibilitam atender as necessidades de investimento dos agentes econômicos, com opções de financiamentos de médio e longo prazo para capital de giro e capital fixo, e de prazo indeterminado, como as operações que envolvem ações.

No Brasil, segundo Nabarro (2016), existem estudos que indicam que o surgimento de um mercado de capitais organizado ocorreu desde o ano de 1808, através de negociações e intermediações em torno de câmbio de moedas, mercadorias, seguros e fretes de navios. A partir disso, ao longo dos séculos XIX e XX, ocorreu um constante processo de modificações/regulações que contribuíram para a evolução do mercado acionário brasileiro.

Dentre esses avanços, ressalta-se a criação da Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades Anônimas, bem como da Lei nº 6.385/76, segunda Lei de Mercado de Capitais, a qual, dentre outras coisas, instituiu a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, responsável por regulamentar e desenvolver mercado de capitais, além de fiscalizar as Bolsas de Valores e as companhias abertas.

Nessa perspectiva, é importante esclarecer que esse processo de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro se deu de forma descentralizada no país, com a operação de Bolsas de Valores em vários estados, sendo as principais as bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo.

Dado esse breve contexto, destaca-se que, a partir de meados da década de 1990, houve a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, com aumento do volume de investidores estrangeiros no Brasil. Além disso, algumas empresas brasileiras começam a acessar o mercado externo a partir da listagem de ações em bolsas de valores estrangeiras,

principalmente a New York Stock Exchange, sob a forma de *American Depositary Receipts – ADR's*.

Com o acesso a mercados estrangeiros, as empresas passam a ser obrigadas pela SEC – Securities and Exchange Commission, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, a seguir diversas regras relacionadas aos princípios da governança corporativa, exigências de maior transparência, a divulgação de informações do relacionamento com outros agentes externos importantes – partes relacionadas, dentre outros.

A partir desse ponto, as empresas brasileiras passam a ter contato com investidores mais exigentes e acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas do que as do mercado brasileiro. Além disso, houve uma crescente participação de investidores estrangeiros no mercado brasileiro.

Contudo, segundo a CVM, com o passar do tempo o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para outros mercados devido principalmente à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas ocasionadas pela falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados para supervisão das companhias.

A partir desse cenário, surge uma preocupação maior no Brasil com aspectos relacionados a governança corporativa, que resultariam na implementação de uma série de iniciativas institucionais e governamentais, dentre elas a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo.

2.2. Teoria da Agência e a Governança Corporativa

Antes de aprofundarmos mais sobre o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados 1 e 2, cabe elucidar brevemente o conceito de Teoria da Agência e sua relação com a Governança Corporativa.

Segundo Assaf Neto (2016) a relação de agência surge a partir de uma relação em que é estabelecido um “contrato” entre um indivíduo (ou grupo de indivíduos), denominado de *principal*, e outro indivíduo (ou grupo de indivíduos), conhecido como *agente*. Nesse contrato o principal delega ao agente alguma autoridade para executar funções e tomar decisões em seu benefício, ou seja, em benefício do principal.

No âmbito das empresas, os acionistas são os indivíduos denominados principais, que detém o poder de mando e delegam certa autoridade à terceiros na espera de que os agentes tomem decisões que atendam seus interesses. Nesse caso, os agentes podem ser os administradores, credores ou conselheiros, por exemplo.

Ocorre que nem sempre o agente tem visões de negócios e percepções de riscos parecidas às do principal, o que pode resultar em diferentes objetivos e atitudes frente as decisões a serem tomadas. Essa divergência de interesses que ocorre em determinadas situações é definida como teoria da agência. “Considerando que os interesses entre principal-agente são divergentes e que as informações são assimétricas, nascem os conflitos de agência.” (ROSSETTI; ANDRADE, 2012 *apud* BORGES *et al.*, 2016, p. 4).

Diante do conflito de agência, e considerando ainda a evolução constante que as empresas têm passado, principalmente olhando na ótica de mudanças societárias e no ambiente de negócios, a adoção de princípios e práticas de Governança Corporativa se mostram fundamentais diante da quantidade e complexidade dos diversos relacionamentos que as empresas estão sujeitas.

Nesse sentido, tanto o Novo Mercado, quanto o Nível 1 e o Nível 2, surgiram como uma proposta de novos paradigmas para o mercado acionário brasileiro.

2.3. Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1 e 2)

Instituídos no ano de 2000, o Novo Mercado - NM, assim como os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa - NDGC (Nível 1 e Nível 2), são segmentos especiais da Brasil Bolsa Balcão (B3) destinados à negociação de ações emitidas por empresas que, voluntariamente, se comprometem com a adoção de boas práticas de governança corporativa e transparência adicionais às que são exigidas legislação brasileira.

Segundo Santana *et al.* (2008), a premissa básica que norteou a criação do Novo Mercado foi de que a redução da percepção de risco por parte dos investidores, gerada a partir da concessão de direitos e garantias adicionais aos acionistas e da redução na assimetria de informações entre controladores/administradores das empresas e participantes do mercado, influenciaria positivamente a valorização e a liquidez das ações.

Além disso, segundo Procianny e Verdi (2009, p. 110), a adoção de boas práticas de governança “[...] confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações e pagarem um preço melhor por elas, reduzindo, como consequência, seu custo de captação.” (PROCIANOY; VERDI, 2009, p. 110).

Ainda nesse sentido, segundo Vilhena e Camargo (2015) *apud* Santos *et al.* (2019, p. 4), os objetivos da criação dos NDGC eram de:

“[...] disseminar um conjunto de práticas melhoradas de governança, aumentar a transparência e o fluxo de informações entre investidores e gestores, dirimir o custo de capital e a assimetria informacional e aumentar a liquidez e a valorização acionária para as empresas que adotarem essas práticas”. (VILHENA; CAMARGO, 2015, *apud* SANTOS *et al.*, 2019, p. 4)

Dessa forma, para esclarecer melhor as diferenças entre o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, segue abaixo quadro comparativo entre os segmentos de listagem atualmente existentes no Brasil, sendo eles o Tradicional e os segmentos especiais: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Ressalte-se que, tanto o Bovespa Mais quanto o Bovespa Mais Nível 2 não serão tratados no quadro comparativo, uma vez que as empresas listadas nesses segmentos não englobam o escopo de empresas a serem analisadas neste estudo. A saber, esses dois segmentos tem o objetivo de fomentar o acesso de pequenas e médias empresas ao mercado acionário.

Quadro 1 – Comparativo dos segmentos de listagem

| | BÁSICO | NÍVEL 1 | NÍVEL 2 | NOVO MERCADO |
|--|---|--|--|--|
| Ações | ON e PN (conforme legislação) | | ON e PN (com direitos adicionais) | Somente ações ON |
| <i>free float</i> * | Não há regra específica | 25% | | 25% ou 15%, caso o ADTV* seja superior a R\$ 25 milhões |
| Ofertas Públicas de Distribuição de ações | Não há regra específica | Esforços de dispersão acionária | | Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476 |
| Vedação a disposições estatutárias | Não há regra específica | | Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas" | |
| Composição do conselho de administração | Mínimo de 3 membros (conforme legislação) | Mínimo de 3 membros, com mandato unificado de até 2 anos | Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos | Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos |
| Obrigação do Conselho de Administração | Não há regra específica | | Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo) | Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado) |

| | | | |
|---|---|-------------------------|--------------------|
| Concessão de Tag Along | 80% para ações ON (conforme legislação) | 100% para ações ON e PN | 100% para ações ON |
| Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado | Facultativa | Obrigatória | |

Fonte: Síntese do comparativo disponível no site da B3

Importante destacar que essas são apenas algumas das diversas diferenças entre os quatro segmentos tratados aqui.

Conforme verifica-se no quadro 1, dentre os 4 (quatro) segmentos comparados, o Básico ou Tradicional é o que possui as regras mais flexíveis dentre os demais, de forma que a maioria dos mecanismos de governança corporativa, transparência e de proteção ao acionista são facultativos ou seguem apenas o definido em legislação.

Já o Nível 1, apresenta alguns avanços relacionados à transparência e governança corporativa se comparado ao segmento Básico, como por exemplo a obrigatoriedade de percentual mínimo de ações em circulação (*free float*) de 25%, algumas restrições ao acúmulo de cargos, mandato unificado de até 2 (dois) anos para membros do Conselho de Administração e regras adicionais de transparência, exigindo a divulgação da Política de Negociação de Valores Mobiliários e Código de Conduta.

Quanto ao Nível 2, este possui um nível maior de exigências e direitos em comparação ao Nível 1. Dentre elas estão a concessão de direitos acionais às ações ON e PN, a limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado, a composição mínima de 5 membros para o Conselho de Administração, a adesão obrigatória à Câmara de Arbitragem do Mercado, dentre outras.

Por fim, o Novo Mercado é o que possui as práticas de governança corporativas mais avançadas dentre os demais. A principal diferença está na obrigatoriedade de negociação de apenas ações Ordinárias - ON, bem como na exigência da instituição de comitê de auditoria, de área de auditoria interna e de funções de *compliance*, controles internos e riscos corporativos. Além disso, possui um extenso conjunto de informações adicionais que devem ser divulgadas, como por exemplo as políticas de remuneração, informações de gerenciamento de riscos, transações com partes relacionadas, entre outros.

2.4. Pesquisas sobre o impacto da adesão ao Novo Mercado

Para elucidar mais o tema, segue abaixo alguns dos estudos realizados desde a implementação do Novo Mercado.

Carvalho (2003) *apud* Borges *et al.* (2016), realizou uma das primeiras pesquisas sobre o impacto da adesão ao NM e ao NDGC nos aspectos preço, liquidez e volatilidade. A pesquisa, que utilizou dados do período de 2001 a julho de 2002, indicou que a adoção de melhores práticas de governança corporativa impacta a valorização positiva das ações, o aumento do volume de negociação e a redução da sensibilidade do preço a fatores macroeconômicos.

Nardi e Nakao (2008) realizaram uma pesquisa qualitativa sobre a relação entre a adoção de boas práticas de GC estabelecidas pela Bovespa e a imagem institucional das empresas, onde foi possível concluir que a adesão aos níveis de governança tende a interferir positivamente na imagem institucional das empresas que adotam voluntariamente as boas práticas de governança.

Santana *et al.* (2008) menciona que, apesar de seu estudo não ter por objetivo trazer evidências de valor científico sobre a influência das práticas de governança sobre o preço das ações, foi possível perceber um desempenho mais favorável do IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa (carteira formada por empresas que integram um dos 3 segmentos especiais de governança), comparado ao Ibovespa (índice das ações mais líquidas do mercado brasileiro), no período de 2001 a 2006.

Procianoy e Verdi (2009) estudaram os fatores determinantes e as consequências de empresas que aderiram aos segmentos especiais de governança corporativa durante o período de 2001 a 2005. Dentre as conclusões do estudo, verificou-se que as empresas que aderiram aos novos mercados da BOVESPA apresentaram maior liquidez que as empresas transacionadas no mercado tradicional, sendo que as empresas que aderiram ao Nível 2 e ao Novo Mercado apresentaram um aumento de liquidez em relação ao nível apresentado anteriormente à adesão.

Borges *et al.* (2016) desenvolveram um estudo com o objetivo de investigar o efeito no retorno das ações de empresas que migraram para o Novo Mercado entre 01 de janeiro de 2001 e 31 de dezembro de 2013. Além disso, o estudo investigou também o mesmo efeito quando da divulgação dos relatórios contábeis trimestrais (ITR) após a adesão. Os resultados tanto do primeiro estudo quanto do segundo rejeitaram a hipótese de que a migração ao Novo Mercado leva a valorização das empresas com retornos anormais positivos. Dentre as possíveis explicações indicadas pelos autores, estão a presença de fatores exógenos, como situação econômica nacional/internacional e o fato de a informação não ser incorporada imediatamente aos preços dos ativos, como se espera em um mercado eficiente.

Antonelli *et al.* (2018), por sua vez, realizaram uma pesquisa com o objetivo de comparar o impacto no risco das ações das companhias reguladas que realizaram o evento de adesão aos NDGC entre dezembro de 2000 e abril de 2015. Os resultados da pesquisa indicaram que, embora não tenha sido possível afirmar estatisticamente que a adesão ao NDGC acarretou

uma diferença no risco das ações das empresas não reguladas, no caso das empresas reguladas verificou-se uma redução significativa do risco das ações após o evento de adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Heller e Noveli (2019), com uma temática mais focada em um setor específico, verificaram se a migração para o Novo Mercado da Bovespa exerce influência sobre o valor das ações de empresas classificadas como do setor de consumo cíclico (abrange Automóveis e Motocicletas, Comércio, Vestuário e Calçados, dentre outros). Ao final da pesquisa, concluiu-se que não houve evidências que a migração para o Novo Mercado influencie positivamente ou negativamente o preço das ações de empresas do setor de consumo cíclico.

Dessa maneira, a partir dos estudos sobre o assunto, é possível perceber que não há consenso sobre os benefícios gerados com a adesão ao Novo Mercado (NM) ou aos Níveis 1 e 2. Apesar disso, ainda existe a expectativa de que a utilização de Boas Práticas de Governança Corporativa acarreta vantagens às empresas, motivo pelo qual propõe-se verificar se o fortalecimento/aprimoramento de tais práticas gera retornos positivos.

Sobre esse tema, Santos *et al.* (2019) analisaram o impacto que a transição de um nível diferenciado para outro provoca no desempenho econômico-financeiro e no valor de mercado das empresas. O período analisado foi de 2002 a 2013. Dentre as constatações do estudo, verificou-se que, a partir da mudança de um nível para o outro de governança corporativa, houve uma alteração na média do retorno sobre o ativo, no nível de endividamento, no lucro por ação e no valor de mercado, embora, no caso do valor de mercado, a diferença de médias ser menos evidente.

3. METODOLOGIA

O presente estudo, quanto aos objetivos e quanto à abordagem, caracteriza-se como de natureza descritiva e quantitativa, uma vez tem que por objetivo medir o comportamento quantitativo das variáveis de uma realidade e analisar as associações existentes entre elas.

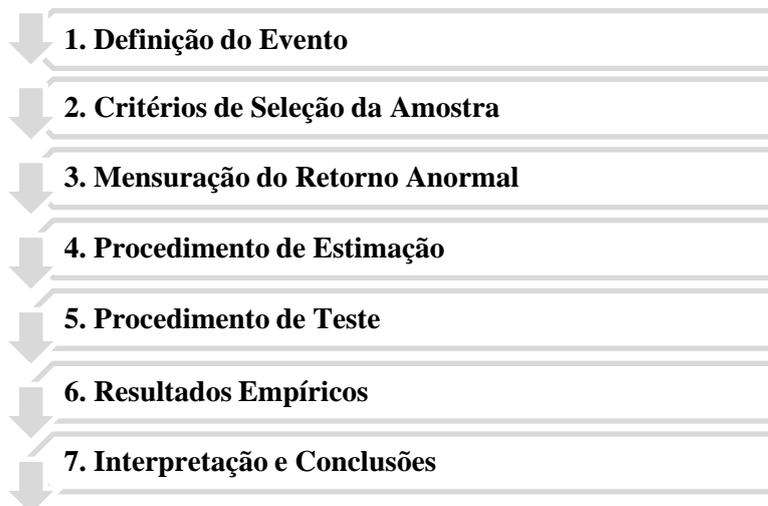
De acordo com Martins e Theóphilo (2016, p. 35), método “[...] é o caminho para se chegar a um determinado fim ou objetivo”. Dessa forma, o método utilizado será o Estudo de Eventos, que, de acordo com Batistella *et al.* (2004, p. 3), “[...] consiste em avaliar o comportamento de uma variável qualquer a partir de um evento específico.” (BATISTELLA *et al.*, 2004, p. 3).

Ainda segundo Batistella *et al.* (2004), o método em questão busca calcular se um evento ocorrido impacta algum desvio no esperado resultado caso o evento não tivesse acontecido. Esse desvio também é chamado de retorno anormal.

Assim, a avaliação do impacto de determinado evento é feita, de maneira geral, por meio da comparação do retorno real verificado, menos o retorno normal esperado caso aquele evento não tivesse ocorrido, a fim de verificar a ocorrência ou não de retornos anormais.

Apesar de não existir uma estrutura única para realização do estudo de eventos, o procedimento adotado no presente trabalho segue o definido por Campbell, Lo e Mackinlay (1997), *apud* Soares, Rostagno e Soares (2002), onde os autores definem 7 (sete) passos fundamentais para aplicação do estudo de eventos, sendo eles:

Figura 1 - Etapas do Estudo de Eventos



Fonte: Adaptado de Soares, Rostagno e Soares (2002)

Dito isso, o objetivo do presente estudo é analisar se as empresas que migraram de um dos segmentos especiais para outro, durante o período de junho de 2001 a junho de 2021, apresentaram retornos anormais positivos na Liquidez e na Cotação de suas ações.

Na coleta de dados, as informações históricas sobre a data de migração das empresas entre os segmentos especiais foram obtidas no endereço eletrônico da B3. Ainda nesse sentido, os dados quantitativos das cotações de preço diárias, base para cálculo dos retornos, bem como os de volume financeiro de negócios diários foram obtidos por meio da base de dados da Economática.

Importante destacar que, no presente estudo, para análise das cotações foi utilizado o preço de fechamento diário das ações. Além disso, cumpre esclarecer que o volume financeiro de negócios, utilizado para a análise da liquidez, representa o montante financeiro total relativo às negociações daquela determinada ação naquele dia, ou seja, o volume de ações negociadas durante o dia, ponderadas pelo valor a qual foram negociadas.

3.1. Definição do Evento, Janela do Evento e Janela de Estimação

Conforme dito anteriormente, o evento a ser estudado é a data de migração entre os níveis especiais, que será definida como data (T_0), em que a empresa oficializou a migração de um segmento especial, seja Nível 1 ou Nível 2, para outro superior, Nível 2 ou Novo Mercado. A partir da data (T_0), a janela de evento definida compreende 70 pregões antes e 70 pregões depois do evento.

Esse período foi inspirado em uma pesquisa realizada por Antonelli *et al.* (2014), que buscou determinar a janela de evento que melhor explica a relação entre a adesão ou migração aos NDGC e a valorização das ações das empresas. No estudo foram coletadas cotações de 150 dias antes e 150 dias depois do evento para definir qual seria o tamanho da janela que melhor explica o evento. Dentro os resultados, os autores observaram que a janela 70/00 é a que melhor capta os efeitos dos eventos.

Diante de tais resultados, e considerando a expectativa de reação do mercado antes e depois da data de migração, optou-se pela janela de evento de 70 pregões diários antes e 70 pregões diários depois do evento, de forma a adaptar a janela apontada por Antonelli *et al.* (2014) às hipóteses de pesquisa do presente estudo.

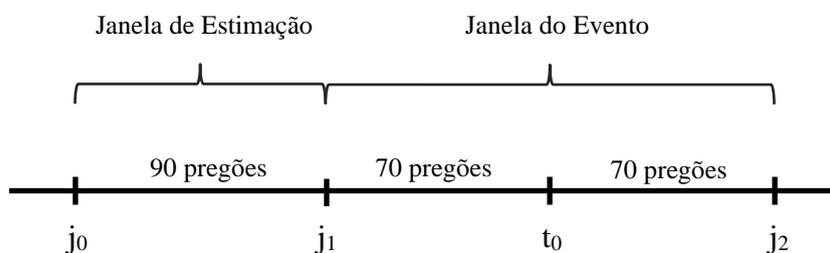
Outro fator determinante para realização do estudo de eventos é a definição da janela de estimação, que representa um período anterior à janela do evento que será utilizado como base

para o cálculo dos parâmetros para estimação do retorno normal. No presente estudo a janela de estimação foi de 90 pregões diários antes da janela do evento.

Sobre o assunto, Soares, Rostagno e Soares (2002, p. 3) definem que, “num estudo de evento utilizando dados diários e o modelo de mercado para a mensuração de retornos normais, pode-se utilizar como janela de estimação períodos de 30, 90, 120 dias anteriores ao evento, ou qualquer outro período de tempo, dependendo da teoria a ser testada.” (SOARES; ROSTAGNO; SOARES, 2002, p. 3).

Desse modo, a figura 2 apresenta uma linha do tempo contendo a janela do evento, assim como a janela de estimação que foram consideradas no presente trabalho.

Figura 2 - Linha do tempo do presente estudo de eventos



Fonte: Produção Própria

Onde:

t_0 = Data do Evento

j_0 até j_1 = Janela de Estimação

j_1 até j_2 = Janela do Evento

3.2. Seleção da Amostra

A população pesquisada compreende todas as empresas listadas na B3 que migraram entre um NDGC e outro durante o período de junho de 2001 à junho de 2021.

Apesar dessa premissa, considerando a possibilidade da existência de fatores que possam distorcer os resultados da pesquisa, optou-se por retirar da base de análise as empresas que, no momento da coleta de dados, não estavam mais listadas em nenhum dos 3 (três) segmentos especiais de governança corporativa, ou seja, que sofreram processo de deslistagem.

Para se ter ideia, no período de análise, 84 empresas saíram dos segmentos da B3. Essas empresas possuíam diferentes formas de adesão (IPO, adesão e migração) e foram deslistadas por diversos motivos diferentes, como, por exemplo, Oferta pública de aquisição – OPA,

incorporação empresarial, deslistagem voluntária, descumprimento de regras, cancelamento do registro de Cia. Aberta, dentre outros motivos.

Com base nesse cenário, surgiram os seguintes questionamentos: Será que essa deslistagem ocorreu de forma inesperada? ou desde o momento que a empresa passou a ser listada ela já não apresentava indícios/fragilidades que acarretariam em sua futura saída da bolsa de valores? Esses possíveis indícios já foram absorvidos pelo mercado no momento da adesão/migração aos segmentos especiais? Diante desses questionamentos, optou-se por excluir da base as empresas deslistadas, mesmo que, em dado momento, tais empresas possam ter usufruído dos benefícios do evento em análise.

Nesse sentido, de acordo com a base de dados obtidas no *site* da B3 (Apêndice I), em junho/2021 existiam 247 empresas listadas em um dos segmentos de governança corporativa: Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1) ou Nível 2 (N2), sendo elas subdivididas da seguinte forma:

Tabela 1 - Quantidade de Empresas Listadas por segmento

| NÍVEL 1 | NÍVEL 2 | NOVO MERCADO | TOTAL |
|---------|---------|--------------|-------|
| 27 | 25 | 195 | 247 |

Fonte: Adaptado da tabela da B3

Dentro desse quantitativo de empresas apresentado na Tabela 1, houve formas de adesão diferentes, as quais são apresentadas na tabela abaixo:

Tabela 2 - Quantidade de Empresas listadas - Formas de adesão (até jun/2021)

| FORMA DE ADESÃO | QUANTIDADE |
|-----------------|------------|
| IPO | 157 |
| ADESÃO | 44 |
| MIGRAÇÃO | 29 |
| REESTRUTURAÇÃO | 11 |
| CISÃO | 3 |
| FUSÃO | 3 |
| TOTAL | 247 |

Fonte: Adaptado da tabela da B3

Em seguida, considerando que o estudo em questão tem o objetivo de avaliar o impacto da migração dentre os segmentos de governança corporativa por meio da comparação de dados antes e depois da data do evento, foram excluídas da análise as empresas que não migraram a partir de um dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1 e Nível 2), ou seja, não fizeram a transição entre níveis. Diante disso, restou uma amostra de 21 empresas, conforme tabela abaixo:

Tabela 3 - Empresas listadas – Migração entre NDGC

| EMPRESA | DATA DE MIGRAÇÃO | SEGMENTO ATUAL | SEGMENTO ANTERIOR |
|----------------|-------------------------|-----------------------|--------------------------|
| Rossi Resid | 27/jan/06 | Novo Mercado | Nível 1 |
| BRF S/A | 12/abr/06 | Novo Mercado | Nível 1 |
| Eternit | 17/ago/06 | Novo Mercado | Nível 2 |
| Cia Hering | 16/mai/07 | Novo Mercado | Nível 1 |
| Weg | 22/jun/07 | Novo Mercado | Nível 1 |
| Iochp-Maxion | 24/mar/08 | Novo Mercado | Nível 1 |
| Equatorial | 23/abr/08 | Novo Mercado | Nível 2 |
| Yduqs Part | 11/jul/08 | Novo Mercado | Nível 2 |
| Ultrapar | 17/ago/11 | Novo Mercado | Nível 1 |
| Paranapanema | 15/fev/12 | Novo Mercado | Nível 1 |
| Pine | 29/mar/12 | Nível 2 | Nível 1 |
| Cogna | 05/dez/12 | Novo Mercado | Nível 2 |
| Klabin S/A | 09/jan/14 | Nível 2 | Nível 1 |
| Atmasa | 21/jul/16 | Novo Mercado | Nível 2 |
| Santos BRP | 22/ago/16 | Novo Mercado | Nível 2 |
| Suzano | 10/nov/17 | Novo Mercado | Nível 1 |
| Vale | 22/dez/17 | Novo Mercado | Nível 1 |
| Via Varejo | 26/nov/18 | Novo Mercado | Nível 2 |
| BTGP Banco | 13/jun/19 | Nível 2 | Nível 1 |
| Banco Inter | 19/jul/19 | Nível 2 | Nível 1 |
| P. Acucar-Cbd | 02/mar/20 | Novo Mercado | Nível 1 |

Fonte: Adaptado da tabela da B3

Por fim, considerando que a janela do evento a ser analisada neste estudo engloba 70 (setenta) pregões diários antes e 70 (setenta) pregões diários depois do evento, foram avaliadas as bases de dados de cada uma das empresas no período, onde optou-se por retirar da análise as empresas que possuíam mais de 3 pregões sem cotação, desconsiderando feriados, visando evitar eventuais distorções ou problemas na análise. Dessa forma, restaram 8 empresas a serem analisadas, as quais estão relacionadas na Tabela 4.

Importante esclarecer que após esse último filtro, todas as empresas a serem analisadas apresentaram cotação para todos os dias da janela do evento e da janela de estimação em uma de suas ações.

Tabela 4 – Amostra – Empresas a serem analisadas

| EMPRESA | AÇÃO | DATA DE MIGRAÇÃO | SEGMENTO ATUAL | SEGMENTO ANTERIOR |
|----------------|-------------|-------------------------|-----------------------|--------------------------|
| Eternit | ETER3 | 17/ago/06 | Novo Mercado | Nível 2 |
| Paranapanema | PMAM3 | 15/fev/12 | Novo Mercado | Nível 1 |
| Pine | PINE4 | 29/mar/12 | Nível 2 | Nível 1 |
| Klabin S/A | KLBN4 | 09/jan/14 | Nível 2 | Nível 1 |
| Atmasa | ATMP3 | 21/jul/16 | Novo Mercado | Nível 2 |

| | | | | |
|-------------|-------|-----------|--------------|---------|
| Vale | VALE3 | 22/dez/17 | Novo Mercado | Nível 1 |
| Via varejo | VIIA3 | 26/nov/18 | Novo Mercado | Nível 2 |
| Banco Inter | BIDI4 | 19/jul/19 | Nível 2 | Nível 1 |

Fonte: Adaptado da tabela da B3

3.3. Mensuração do retorno anormal

Conforme dito anteriormente, o retorno anormal representa a diferença entre os retornos observados (reais) na janela do evento, e os retornos esperados (normais) caso o evento não tivesse ocorrido. Assim, o cálculo do retorno anormal se dá com base na seguinte equação:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t} | X_t) \quad (1)$$

Onde:

$AR_{i,t}$ = Retorno anormal para uma empresa i no período t

$R_{i,t}$ = Retorno observado para uma empresa i no período t

$E(R_{i,t} | X_t)$ = Retorno estimado para uma empresa i no período t dado o retorno de X_t .

3.4. Aferição dos retornos observados

Segundo Assaf Neto (2018) existem três medidas para cálculo do retorno de um investimento, sendo elas: o Retorno Absoluto, o Retorno Relativo (Discreto) e o Retorno Contínuo (Logarítmico). Dentre elas, optou-se por utilizar o Retorno Contínuo ou Logarítmico, o qual é representado pela equação abaixo:

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad (2)$$

Onde:

P_t = Valor do ativo no período t

P_{t-1} = Valor do ativo no período $t - 1$

A forma logarítmica é amplamente utilizada no âmbito do teste de eventos e representa, segundo Soares, Rostagno e Soares (2002), a fórmula de cálculo mais adequada quando se deseja utilizar testes estatísticos paramétricos, uma vez que implica uma aproximação maior de uma distribuição normal.

Ressalta-se que a mesma fórmula foi adaptada para o cálculo da variação da liquidez,

conforme Equação 3. Lembrando que, no presente trabalho, a liquidez é dada pelo valor do volume financeiro diário de negócios de determinado ativo, ou seja, o valor em reais resultante de todas as negociações da ação naquele dia.

$$R_t = \ln\left(\frac{VF_t}{VF_{t-1}}\right) \quad (3)$$

Onde:

VF_t = Volume financeiro do ativo no período t

VF_{t-1} = Volume financeiro do ativo no período t - 1

3.5. Procedimentos de estimação do retorno normal

Após a definição da forma de cálculo dos retornos, bem como da janela do evento e da janela de estimação, faz-se necessária a definição do modelo de cálculo dos retornos esperados (normais).

Dito isso, segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), *apud* Soares, Rostagno e Soares (2002), os modelos utilizados para se estimar os retornos normais podem ser divididos em duas categorias: modelos econômicos e modelos estatísticos. Dentre os modelos estatísticos podemos citar o modelo de Retornos Ajustados à Média, o modelo de Retornos Ajustado ao Mercado e o Modelo de Mercado. Já como exemplos de modelos econômicos temos o CAPM e o APT (*Arbitrage Price Theory*).

Neste trabalho optou-se por utilizar o Modelo Estatístico de Mercado para estimação dos retornos normais, o qual é representado pela seguinte equação:

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (4)$$

Onde:

$\hat{\alpha}_i$ = Constante da regressão linear (alfa)

$\hat{\beta}_i$ = Coeficiente angular da regressão linear (beta)

R_{mt} = Retorno da Carteira de Mercado

As variáveis $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$ são calculadas com base na janela de estimação, que representa o período anterior à janela do evento. Já o R_{mt} é o Retorno da Carteira de Mercado, sendo considerado neste trabalho como o retorno do índice Ibovespa, que representa o principal indicador dos ativos negociados na B3.

3.6. Procedimentos de teste

A partir do cálculo dos retornos anormais de cada uma das ações, são feitos os testes estatísticos a fim de verificar a significância dos resultados.

Além disso, segundo Soares, Rostagno e Soares (2002) nesta fase também deve-se definir a hipótese nula, assim como a determinação da forma de agregação dos retornos anormais de empresas individuais.

Dito isso, de acordo com Batistella *et al.* (2004), a forma mais comum para se agregar os retornos anormais é por meio da utilização do *Cumulative Abnormal Return* (CAR), que é obtido pelo somatório de todos os retornos anormais contidos na janela do evento, conforme equação abaixo:

$$CAR_{i,t}(j_1, j_2) = \sum_{j=j_1}^{j_2} AR_{i,t} \quad (5)$$

Onde:

$CAR_{i,t}(j_1, j_2)$ = Retorno anormal acumulado do ativo i no período de j_1 até j_2 , sendo que j_1 representa o primeiro dia da janela de evento e j_2 representa o último dia da janela do evento.

$AR_{i,t}$ = Retorno anormal para uma ativo i no período t

Considerando que a análise em questão visa avaliar o impacto do evento tanto no aspecto de liquidez, quanto no aspecto de valorização do preço das ações, foram formuladas as seguintes hipóteses a serem testadas, sendo definidas duas hipóteses nulas (H_0), assim como duas hipóteses alternativas (H_1 e H_2), conforme demonstrado abaixo:

Para o aspecto de liquidez:

- H_0 – A hipótese nula representa a igualdade, ou seja, a migração entre níveis especiais não gera retornos anormais positivos ou negativos na liquidez das empresas, de forma que o retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}) da liquidez é igual a zero.
- H_1 – A hipótese 1 é que o a migração entre níveis especiais gera retornos anormais positivos na liquidez das empresas.

Para o aspecto de preço das ações:

- H_0 – A hipótese nula representa a igualdade, ou seja, a migração entre níveis especiais não gera retornos anormais positivos ou negativos no preço das ações das empresas, de

forma que o retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}) das cotações é igual a zero;

- H_2 – A hipótese 2 é que o a migração entre níveis especiais gera retornos anormais positivos no preço das ações das empresas.

O retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}) é calculado a partir da média simples dos CAR de cada uma das empresas.

Por fim, será feito o teste f, a um nível significância de 5%, a fim de testar a significância do modelo e dos resultados encontrados. Optou-se pelo nível de significância de 5% por ser o nível mais utilizado. Ressalta-se que o teste f é utilizado para comparar a variância das amostras.

Segundo Costa (2012, p. 112), “teste de significância é uma regra de decisão que permite aceitar ou rejeitar como verdadeira uma hipótese com base na evidência amostral.” (COSTA, 2012, p. 112). Ainda segundo Costa (2012), uma análise da variância na realidade compara médias de tratamentos, sendo que essa comparação é feita por meio do teste f, dado pela equação a seguir:

$$F = \frac{MQG_r}{MQR} \quad (6)$$

Onde:

MQG_r = média quadrada dos grupos

MQR = média quadrada dos resíduos

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção serão retratados os resultados do estudo de eventos. No estudo em questão espera-se que a migração das empresas, de um Nível Especial de Governança Corporativa para outro superior, acarrete em efeitos positivos no preço das ações e na liquidez das respectivas empresas, uma vez que, via de regra, tal migração implica no fortalecimento/aprimoramento das boas práticas de governança corporativa. Onde se esperam melhorias nas relações de risco e retorno.

Desse modo, conforme metodologia apresentada, inicialmente foi feito o cálculo dos parâmetros $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$ para estimação dos retornos normais. Para isso, foi realizada uma regressão linear simples, a um nível de significância de 5%, onde a variável independente (X) é o retorno do índice Ibovespa (R_m), representando a Carteira de Mercado, e a variável dependente (Y) é o retorno da empresa i. Utilizou-se a ferramenta Análise de Dados do Microsoft Excel para a realização da regressão.

Importante destacar que os parâmetros citados acima foram calculados com base na janela de estimação, representada pelo período de 90 pregões antes da janela do evento. Os retornos diários foram mensurados com base na forma logarítmica (Equação 2).

Para testar o modelo de regressão, foi realizado o teste f, a fim de verificar a existência ou não de uma relação linear entre os retornos dos ativos e os retornos do índice Ibovespa. Para o teste em questão, são definidas as seguintes hipóteses:

$$H_0: \beta = 0$$

$$H_a: \beta \neq 0$$

$$p = 5\%$$

Dessa forma, no teste f, se o F de significância, que também foi calculado na regressão linear simples, for menor que o nível de significância (p), definido em 5%, indica que a hipótese nula é rejeitada, inferindo-se que a regressão possui poder de explicação, ou seja, a variável X está explicando Y, caso contrário X não pode ser utilizado para explicar Y. Na Tabela 5 estão descritos os resultados do teste f.

Tabela 5 - Teste f - Regressão Linear Simples

| Empresa | Valor-p Liquidez | Teste F Liquidez | Valor-p Cotação | Teste F Cotação |
|-------------|------------------|----------------------|-----------------|----------------------|
| Banco Inter | 8,717275% | Não há significância | 42,213671% | Não há significância |
| Klabin S/A | 0,000001% | Há significância | 0,104316% | Há significância |
| Pine | 12,683285% | Não há significância | 0,110180% | Há significância |
| Parapanema | 91,876749% | Não há significância | 0,000000% | Há significância |

| | | | | |
|------------|------------|----------------------|-----------|------------------|
| Vale | 0,000000% | Há significância | 0,177082% | Há significância |
| Atmasa | 18,776309% | Não há significância | 0,075724% | Há significância |
| Eternit | 64,703291% | Não há significância | 0,190766% | Há significância |
| Via Varejo | 0,240143% | Há significância | 0,000012% | Há significância |

Fonte: Produção própria

Diante de tais resultados, optou-se por retirar da amostra final as empresas que apresentaram o valor-p (F de Significância), superior ao nível de significância de 5%, uma vez que a variável X não pode ser utilizada para explicar Y. Na avaliação da liquidez, foram retiradas 5 empresas (Banco Inter, Pine, Paranapanema, Atmasa e Eternit) e na avaliação do preço das ações foi retirada 1 empresa (Banco Inter).

Assim, nas Tabelas 6 e 7 estão descritos os parâmetros $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$ que serão utilizados para mensuração dos retornos normais da liquidez e do preço das ações, respectivamente.

Tabela 6 - Parâmetros Alfa e Beta (Liquidez)

| Empresa | Alfa | Beta |
|------------|----------|----------|
| Klabin S/A | 0,012231 | 1,024334 |
| Vale | 0,014753 | 0,967772 |
| Via Varejo | 0,005975 | 0,925373 |

Fonte: Produção própria

Tabela 7 - Parâmetros Alfa e Beta (Cotação)

| Empresa | Alfa | Beta |
|--------------|-----------|----------|
| Eternit | 0,005806 | 0,525307 |
| Paranapanema | -0,001089 | 1,102313 |
| Pine | 0,003664 | 0,374366 |
| Klabin S/A | -0,001614 | 0,479400 |
| Atmasa | -0,007736 | 1,711834 |
| Vale | 0,002472 | 0,473087 |
| Via Varejo | -0,000944 | 1,440184 |

Fonte: Produção própria

4.1. Cálculo dos retornos anormais

Uma vez definidos os parâmetros $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$, é possível estimar os retornos normais, e, por conseguinte, calcular os retornos anormais da janela do evento.

Ressalta-se que, no presente trabalho, o modelo adotado para cálculo dos retornos normais foi o Modelo de Mercado, representado na Equação 3, a qual foi transcrita abaixo para facilitar a visualização.

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{Ibovespa,t} \quad (4)$$

Onde:

$\hat{\alpha}_i$ = Constante da regressão linear (alfa)

$\hat{\beta}_i$ = Coeficiente angular da regressão linear ou Inclinação (beta)

R_{mt} = Retorno da Carteira de Mercado

Assim, com base no modelo de mercado, é possível efetuar uma simples manipulação algébrica para o cálculo dos retornos anormais diários presentes na janela do evento. Diante disso, a equação do retorno anormal é dada por:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{Ibovespa,t}) \quad (7)$$

Onde:

$AR_{i,t}$ = Retorno anormal para uma empresa i no período t

$R_{i,t}$ = Retorno observado para uma empresa i no período t

R_{mt} = Retorno do índice Ibovespa no período t

Dessa forma, foram efetuados os cálculos dos retornos anormais diários para cada uma das empresas durante toda a janela do evento. Destaca-se que o retorno real ($R_{i,t}$) e o retorno do índice Ibovespa também foram mensurados com base na forma logarítmica (Equação 2).

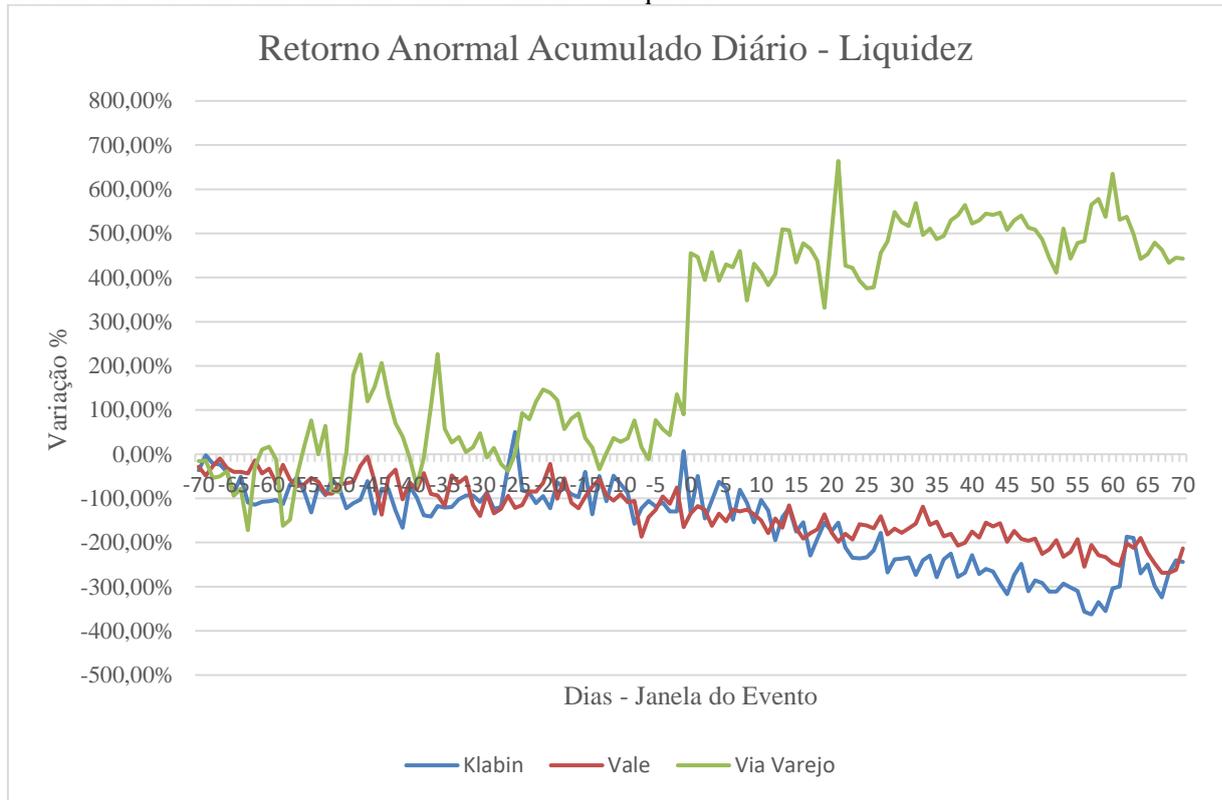
Por fim, foi efetuado o cálculo do Retorno Anormal Acumulado (CAR) para cada uma das empresas, nos moldes estabelecidos na Equação 4. Neste estudo, foram observados 10 (dez) CAR, sendo 3 (três) relativos à liquidez das empresas e 7 (sete) relativos à cotação das ações das empresas.

Considerando que o presente trabalho tem por objetivos analisar o impacto da migração nas perspectivas de Liquidez e Preço das Ações, os resultados serão tratados separadamente a seguir.

4.2. Análise dos impactos na Liquidez

Antes de iniciar a análise do impacto do evento na liquidez das empresas, cumpre ressaltar que, após a avaliação do modelo de estimação, descrito no item 4.1 do presente trabalho, apenas 3 (três) empresas foram mantidas para análise do Retorno Anormal Acumulado (CAR) no aspecto da liquidez, sendo elas: Klabin S/A, Vale e Via Varejo.

Dito isso, após efetuados os cálculos dos Retornos Anormais Acumulados (CAR) das referidas empresas, observou-se os seguintes resultados, em percentual diário:

Gráfico 1 - Retorno Anormal Acumulado Diário - Liquidez

Fonte: Produção própria

Não obstante, na tabela 8 são apresentados os Retornos Anormais Acumulados (CAR) para toda a janela do evento:

Tabela 8 - Retorno Anormal Acumulado - Liquidez

| Empresa | Tipo de Evento | Retorno Anormal Acumulado |
|------------|----------------------|---------------------------|
| Klabin S/A | Nível 1 para Nível 2 | -243,4505% |
| Vale | Nível 1 para NM | -213,4114% |
| Via Varejo | Nível 2 para NM | 442,7677% |

Fonte: Produção própria

Com base nisso, foi feito o teste f, a uma significância de 5%, a fim de testar a significância do modelo e dos resultados encontrados. Após a realização do teste, cujos resultados estão descritos na tabela 9, foi identificado que 66,66% da amostra (Klabin e Vale) apresentaram resultados estatisticamente significantes, de forma a rejeitar a hipótese nula de que a migração entre níveis especiais não gera retornos anormais positivos ou negativos na liquidez das empresas.

Tabela 9 - Teste de Significância janela do evento - Liquidez

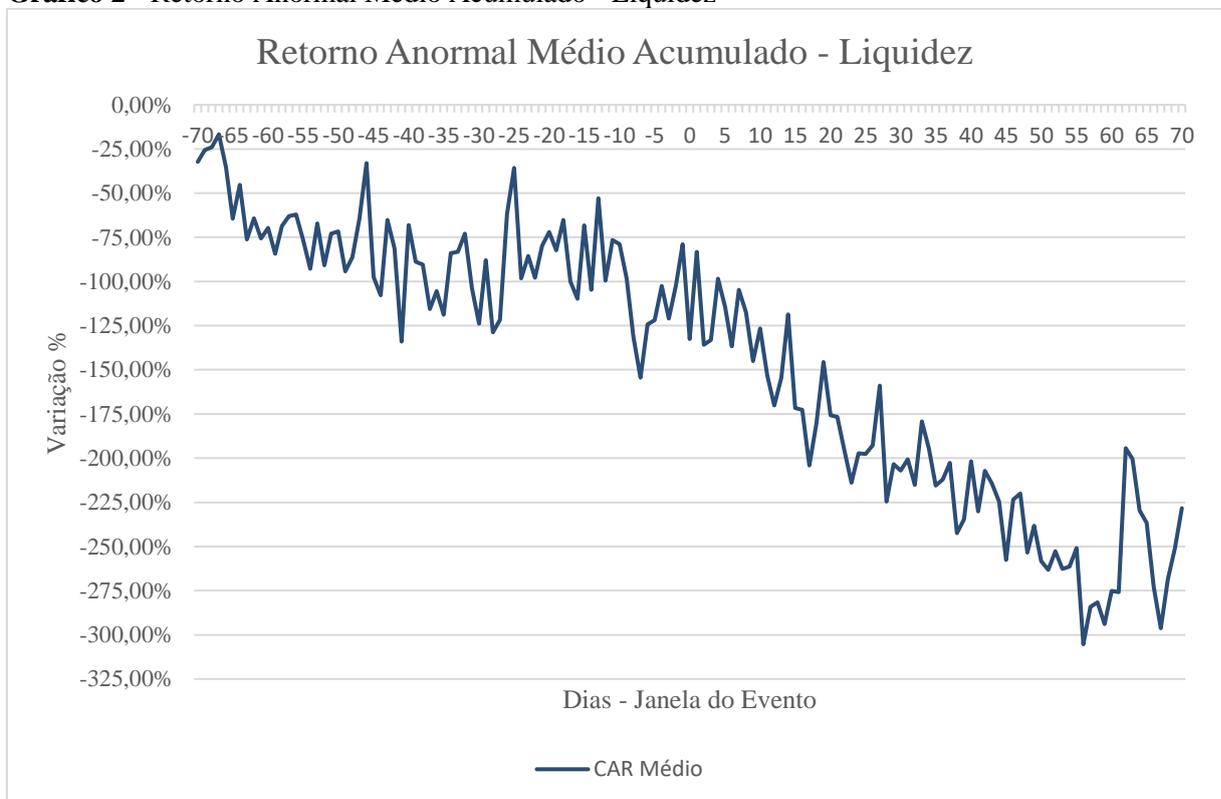
| Empresa | Valor-p Liquidez | Teste F Liquidez |
|------------|------------------|------------------|
| Klabin S/A | 0,000003 | Há significância |

| | | |
|------------|----------|----------------------|
| Vale | 0,000000 | Há significância |
| Via Varejo | 0,121644 | Não há significância |

Fonte: Produção própria

Apesar da rejeição da hipótese nula para a maior parte da amostra de empresas selecionada, verifica-se que os resultados foram contrários a expectativa da pesquisa, tendo em vista que o Retorno Anormal Médio Acumulado (\overline{CAR}) das empresas que apresentaram retorno estatisticamente significantes foi de -228,43%, demonstrando que o mercado reagiu negativamente à migração, conforme gráfico abaixo:

Gráfico 2 - Retorno Anormal Médio Acumulado - Liquidez

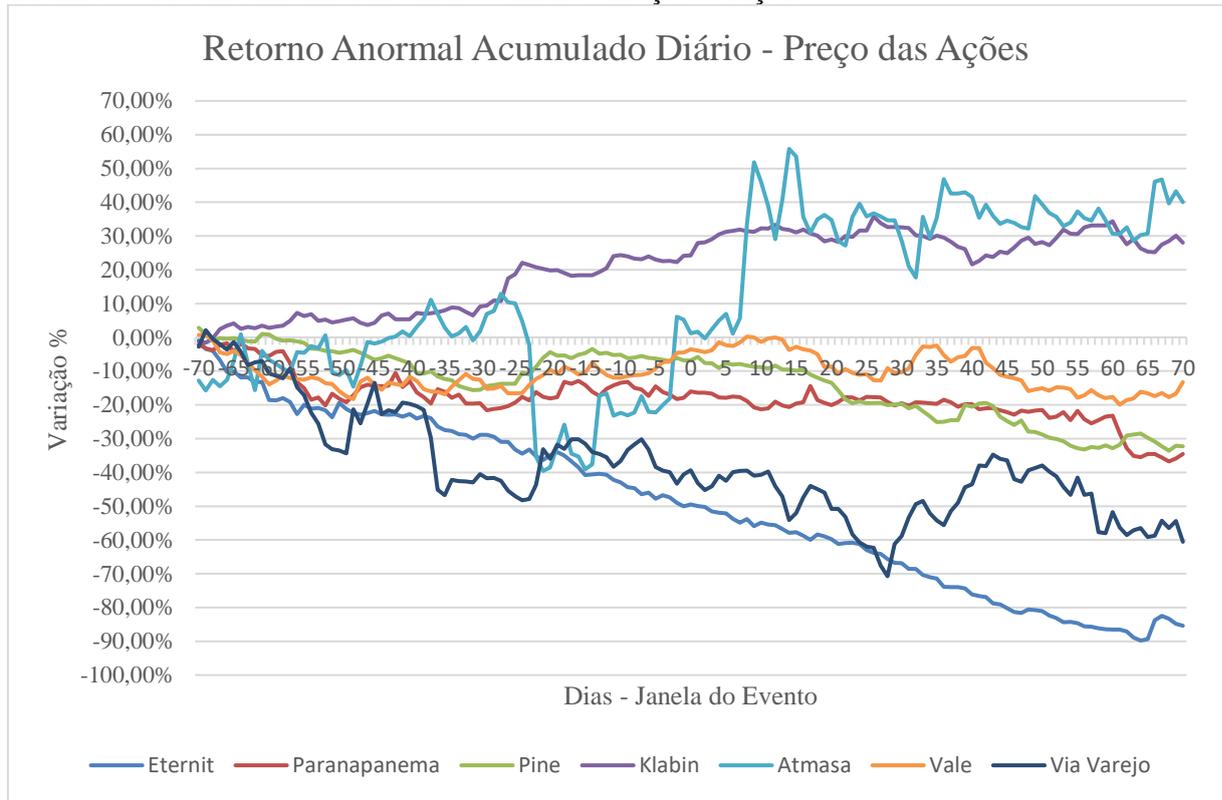


Fonte: Produção própria

4.3. Análise dos impactos na Valorização das Ações

Quanto ao impacto do evento na valorização das ações, ressalta-se que, após a avaliação do modelo de estimação, restaram apenas 7 (sete) empresas na amostra final, sendo elas: Eternit, Paranapanema, Pine, Klabin S/A, Atmasa, Vale e Via Varejo.

Assim, após efetuados os cálculos dos Retornos Anormais Acumulados (CAR) das referidas empresas, observou-se os seguintes resultados, em percentual diário:

Gráfico 3 - Retorno Anormal Acumulado Diário - Preço das Ações

Fonte: Produção própria

Na tabela 10 são apresentados os Retornos Anormais Acumulados (CAR) para toda a janela do evento:

Tabela 10 - Retorno Anormal Acumulado - Preço das Ações

| Empresa | Tipo de Evento | Retorno Anormal Acumulado |
|----------------|-----------------------|----------------------------------|
| Eternit | Nível 2 para NM | -85,3500% |
| Paranapanema | Nível 1 para NM | -34,5555% |
| Pine | Nível 1 para Nível 2 | -32,2428% |
| Klabin S/A | Nível 1 para Nível 2 | 28,0056% |
| Atmasa | Nível 2 para NM | 39,9958% |
| Vale | Nível 1 para NM | -13,2722% |
| Via Varejo | Nível 2 para NM | -60,5304% |

Fonte: Produção própria

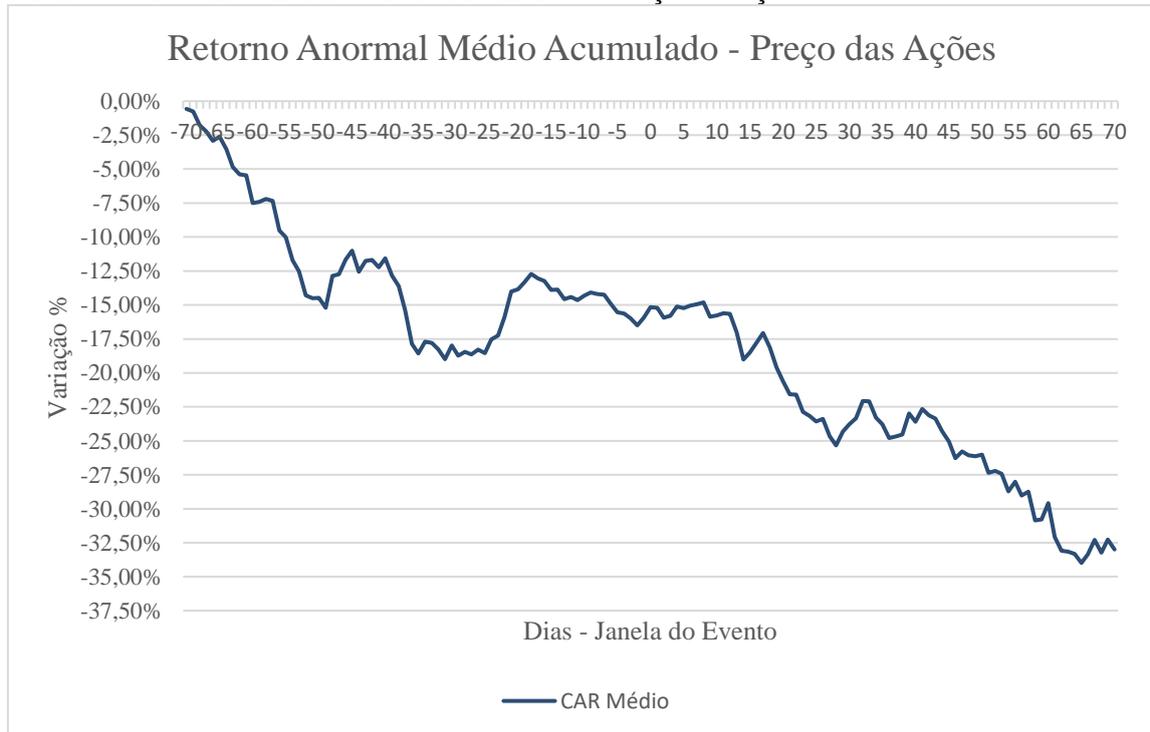
Dessa forma, foi feito o teste f, a uma significância de 5%, a fim de testar a significância do modelo e dos resultados encontrados. Após a realização do teste, cujos resultados estão descritos na tabela 11, foi identificado que 85,71% da amostra (Eternit, Paranapanema, Pine, Klabin, Vale e Via Varejo) apresentaram resultados estatisticamente significantes, de forma a rejeitar a hipótese nula de que a migração entre níveis especiais não gera retornos anormais positivos ou negativos na valorização das ações das empresas.

Tabela 11 - Teste de Significância janela do evento - Preço das Ações

| Empresa | Valor-p Cotação | Teste F Cotação |
|--------------|-----------------|----------------------|
| Eternit | 0,000000 | Há significância |
| Paranapanema | 0,000000 | Há significância |
| Pine | 0,000036 | Há significância |
| Klabin S/A | 0,000000 | Há significância |
| Atmasa | 0,235722 | Não há significância |
| Vale | 0,000000 | Há significância |
| Via Varejo | 0,000001 | Há significância |

Fonte: Produção própria

Da mesma forma que os resultados apresentados no aspecto da liquidez, apesar da rejeição da hipótese nula para a maior parte da amostra de empresas selecionada, verifica-se que os resultados foram contrários a expectativa da pesquisa, tendo em vista que o Retorno Anormal Médio Acumulado (\overline{CAR}) das empresas que apresentaram retorno estatisticamente significantes foi de -32,99%, demonstrando que o mercado reagiu negativamente à migração, conforme gráfico 4.

Gráfico 4 - Retorno Anormal Médio Acumulado - Preço das Ações

Fonte: Produção própria

5. CONCLUSÃO

O presente estudo teve por objetivo analisar a reação do mercado à migração de um nível especial de governança corporativa para outro superior, o que implica no cumprimento de uma série de exigências adicionais definidas pela B3, principalmente no que tange à boas práticas de governança corporativa e transparência.

A expectativa inicial era de que, com o aprimoramento das práticas de governança corporativa, ocasionada pela ascensão entre os segmentos especiais, o mercado reagiria positivamente, aumentando a liquidez e os preços das ações das empresas analisadas.

Para realização do estudo, optou-se pela metodologia do estudo de eventos, utilizando o modelo estatístico de mercado para realização do cálculo dos retornos esperados. Em seguida, foram comparados os retornos estimados com os retornos observados no período da janela de evento de cada uma das empresas analisadas.

Como resultado, constatou-se que, dentre os 10 (dez) eventos de migração analisados, sendo 7 (sete) no aspecto de valorização das ações e 3 (três) no aspecto da liquidez, 8 (oito) apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos, indicando que houve uma reação do mercado. Contudo, os retornos anormais acumulados observados no estudo indicam que, tanto no aspecto liquidez, quanto no aspecto de valorização das ações, o mercado reagiu negativamente a migração das empresas de um nível de governança corporativa para outro superior, contrariando a hipótese de pesquisa, que considerava que a migração acarretaria retornos anormais positivos as empresas.

Nesse aspecto, é importante frisar que os resultados do estudo estão limitados às empresas analisadas, bem como ao tamanho do período de estimação e da janela do evento utilizadas. Como optou-se pela utilização de um período mais longo, a amostra de empresas analisada foi bastante reduzida, principalmente no aspecto da liquidez. Nesse sentido, sugere-se a realização de pesquisas futuras com períodos de estimação/evento menores, visando fortalecer a amostra de empresas.

Salienta-se, ainda, que os resultados encontrados neste estudo podem estar limitados à existência de fatores externos que afetaram os retornos das empresas analisadas, principalmente considerando as diversas crises econômicas e políticas que o Brasil vem vivenciando.

Por fim, destaca-se que ainda há a expectativa de que a adoção de boas práticas de governança corporativa acarrete efeitos positivos às empresas, motivo pelo qual sugere-se, para futuros estudos, analisar o impacto da migração das empresas entre os níveis de governança corporativa a partir de outras vertentes. Além disso, sugere-se ainda futuros estudos

relacionados aos reais motivos que acarretaram nos retornos anormais negativos observados, a fim de verificar a existência de outros fatores que eventualmente podem ter impactado os resultados observados.

REFERÊNCIAS

ANTONELLI, Ricardo Adriano et al. A adesão ou migração aos níveis diferenciados de governança corporativa e a valorização acionária. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 4, n. 1, p. 52-76, 2014.

ANTONELLI, Ricardo Adriano et al. Impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa no risco de companhias reguladas. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 23, n. 2, p. 92-109, 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 14 ed. São Paulo: Atlas, 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2016.

BATISTELLA, FLÁVIO DONIZETE et al. Retornos de ações e governança corporativa: um estudo de eventos. In: **Congresso USP de controladoria e contabilidade**. 2004. p. 1-15.

BORGES, Wemerson Gomes et al. Efeito da Divulgação de Informações Contábeis sobre o Desempenho das Ações de empresas que migraram para o nível de Governança Corporativa Novo Mercado. **Revista Eletrônica de Administração e Turismo-ReAT**, v. 8, n. 4, p. 870-889, 2016.

B3. Segmentos de listagem. [Acesso em: 20 de agosto de 2021] Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/

COSTA, Giovani Glaucio de Oliveira. **Curso de Estatística Inferencial e Probabilidades: Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2012.

CVM. História do Mercado de Capitais. [Acesso em: 07 de setembro de 2021] Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html.

DA SILVA SANTOS, Livia Maria et al. Níveis diferenciados de governança corporativa: impacto no valor de mercado e desempenho econômico-financeiro das empresas. **Capital Científico**, v. 17, n. 2, 2019.

DE OLIVEIRA BERTUCCI, Janete Lara; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 41, n. 2, p. 183-196, 2006.

HELLER, Paula Mitiko; NOVELI, Cristiani Passolongo. A Influência da Migração para o Novo Mercado sobre o preço das ações de empresas do setor de consumo cíclico da BM&FBOVESPA. **Revista Eletrônica Científica do CRA-PR-RECC**, v. 5, n. 2, p. 1-18, 2019.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5 ed., 2015. [Acesso em: 17 de setembro de 2021] Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2016.

NABARRO, Wagner Wendt. **O mercado de capitais no território brasileiro: ascensão da BM&FBovespa e centralidade financeira de São Paulo (SP)**. 2016. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; NAKAO, Sílvio Hiroshi. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional das empresas. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 19, n. 2, p. 85-111, 2008.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo. Adesão aos novos mercados da Bovespa: Novo mercado, Nível 1 e Nível 2—Determinantes e conseqüências. **Brazilian Review of Finance**, v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.

SANTANA, Maria Helena et al. Novo Mercado e seus seguidores: estudos de caso em reforma da governança corporativa. In: **Fórum Global de Governança Corporativa e Corporação Financeira Internacional**. 2008.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. **XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração**, v. 27, p. 30-33, 2002.

APÊNDICE A – Relação de Empresas Listadas nos Segmentos Especiais da B3

| TIPO | EMPRESA | SITUAÇÃO ATUAL | | SITUAÇÃO ANTERIOR | |
|--------|---------------|----------------|----------|-------------------|----------|
| | | DATA DA ADESÃO | SEGMENTO | DATA DA ADESÃO | SEGMENTO |
| Adesão | Bradesco | 26/jun/01 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Bradespar | 26/jun/01 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Gerdau | 26/jun/01 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Itausa | 26/jun/01 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Itaú Unibanco | 26/jun/01 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Randon Part | 26/jun/01 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Cemig | 17/out/01 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Sabesp | 24/abr/02 | NM | - | Básico |
| Adesão | Celesc | 26/jun/02 | N2 | - | Básico |
| Adesão | Marcopolo | 03/set/02 | N2 | - | Básico |
| Adesão | Tran Paulist | 18/set/02 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Braskem | 13/fev/03 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Gerdau Met | 25/jun/03 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Alpargatas | 15/jul/03 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Cedro | 02/out/03 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Fras-Le | 11/nov/04 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Lojas Renner | 01/jul/05 | NM | - | Básico |
| Adesão | Cyrela Realt | 21/set/05 | NM | - | Básico |
| Adesão | Engie Brasil | 16/nov/05 | NM | - | Básico |
| Adesão | Saraiva Livr | 07/abr/06 | N2 | - | Básico |
| Adesão | Embraer | 05/jun/06 | NM | - | Básico |
| Adesão | Brasil | 28/jun/06 | NM | - | Básico |
| Adesão | Cesp | 28/jul/06 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Elektrobras | 29/set/06 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Sao Carlos | 14/dez/06 | NM | - | Básico |
| Adesão | Inds Romi | 23/mar/07 | NM | - | Básico |
| Adesão | Banrisul | 31/jul/07 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Usiminas | 11/out/07 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Portobello | 30/abr/08 | NM | - | Básico |
| Adesão | Copel | 07/mai/08 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Eucatex | 01/jul/10 | N1 | - | Básico |
| Adesão | Ceee-D | 23/dez/10 | N1 | | |
| Adesão | Ceee-Gt | 23/dez/10 | N1 | | |
| Adesão | Ferbasa | 07/jan/11 | N1 | | |
| Adesão | Metal Leve | 05/jul/11 | NM | - | Básico |
| Adesão | Taurus Armas | 07/jul/11 | N2 | - | Básico |
| Adesão | Tim Part S/A | 03/ago/11 | NM | - | Básico |
| Adesão | Oi | 17/dez/12 | N1 | | |
| Adesão | Tupy | 17/out/13 | NM | - | Básico |
| Adesão | Energisa | 28/jul/16 | N2 | | |
| Adesão | Sanepar | 21/dez/16 | N2 | | |
| Adesão | Lojas Americ | 08/set/17 | N1 | | Básico |
| Adesão | Tim | 13/out/20 | NM | | |
| Adesão | Merc Brasil | 23/dez/20 | N1 | | Básico |
| Cisão | Cyre Com-Ccp | 09/ago/07 | NM | | |
| Cisão | Cosan Log | 06/out/14 | NM | | |

| | | | | | |
|-------|--------------|-----------|----|--|--|
| Cisão | Log Com Prop | 21/dez/18 | NM | | |
| Fusão | B2w Digital | 08/ago/07 | NM | | |
| Fusão | Duratex | 21/set/07 | NM | | |
| Fusão | B3 | 20/ago/08 | NM | | |
| IPO | Ccr Sa | 01/fev/02 | NM | | |
| IPO | Grupo Natura | 26/mai/04 | NM | | |
| IPO | Gol | 24/jun/04 | N2 | | |
| IPO | Cpfl Energia | 29/set/04 | NM | | |
| IPO | Grendene | 29/out/04 | NM | | |
| IPO | Porto Seguro | 22/nov/04 | NM | | |
| IPO | Pomifrutas | 28/fev/05 | NM | | |
| IPO | Localiza | 23/mai/05 | NM | | |
| IPO | Energias Br | 13/jul/05 | NM | | |
| IPO | Cosan | 18/nov/05 | NM | | |
| IPO | Copasa | 08/fev/06 | NM | | |
| IPO | Gafisa | 17/fev/06 | NM | | |
| IPO | Totvs | 09/mar/06 | NM | | |
| IPO | Valid | 27/abr/06 | NM | | |
| IPO | Brasilagro | 02/mai/06 | NM | | |
| IPO | Csu Cardsyst | 02/mai/06 | NM | | |
| IPO | Lupatech | 15/mai/06 | NM | | |
| IPO | Mmx Miner | 24/jul/06 | NM | | |
| IPO | M.Diasbranco | 18/out/06 | NM | | |
| IPO | Profarma | 26/out/06 | NM | | |
| IPO | Taesa | 27/out/06 | N2 | | |
| IPO | Terra Santa | 22/nov/06 | NM | | |
| IPO | Odontoprev | 01/dez/06 | NM | | |
| IPO | Positivo Tec | 11/dez/06 | NM | | |
| IPO | Lopes Brasil | 18/dez/06 | NM | | |
| IPO | Pdg Realt | 26/jan/07 | NM | | |
| IPO | Rni | 31/jan/07 | NM | | |
| IPO | Tecnisa | 01/fev/07 | NM | | |
| IPO | Iguatemi | 07/fev/07 | NM | | |
| IPO | Sao Martinho | 12/fev/07 | NM | | |
| IPO | Jbs | 29/mar/07 | NM | | |
| IPO | Even | 02/abr/07 | NM | | |
| IPO | Br Malls Par | 05/abr/07 | NM | | |
| IPO | Fer Heringer | 12/abr/07 | NM | | |
| IPO | Jhsf Part | 12/abr/07 | NM | | |
| IPO | Metalfrio | 13/abr/07 | NM | | |
| IPO | Viver | 06/jun/07 | NM | | |
| IPO | Slc Agricola | 15/jun/07 | NM | | |
| IPO | Log-In | 21/jun/07 | NM | | |
| IPO | Eztec | 22/jun/07 | NM | | |
| IPO | Marfrig | 29/jun/07 | NM | | |
| IPO | Tegma | 03/jul/07 | NM | | |
| IPO | Minerva | 20/jul/07 | NM | | |
| IPO | Mrv | 23/jul/07 | NM | | |
| IPO | Triunfo Part | 23/jul/07 | NM | | |
| IPO | Abc Brasil | 25/jul/07 | N2 | | |
| IPO | Multiplan | 27/jul/07 | N2 | | |
| IPO | Springs | 27/jul/07 | NM | | |

| | | | | | |
|-----|---------------|-----------|----|--|--|
| IPO | Generalshopp | 30/jul/07 | NM | | |
| IPO | Sul America | 05/out/07 | N2 | | |
| IPO | Trisul | 15/out/07 | NM | | |
| IPO | Br Brokers | 29/out/07 | NM | | |
| IPO | Helbor | 29/out/07 | NM | | |
| IPO | Banco Pan | 19/nov/07 | N1 | | |
| IPO | Eneva | 14/dez/07 | NM | | |
| IPO | Hypera | 18/abr/08 | NM | | |
| IPO | Le Lis Blanc | 29/abr/08 | NM | | |
| IPO | Cielo | 29/jun/09 | NM | | |
| IPO | Direcional | 19/nov/09 | NM | | |
| IPO | Fleury | 17/dez/09 | NM | | |
| IPO | Br Propert | 08/mar/10 | NM | | |
| IPO | Osx Brasil | 22/mar/10 | NM | | |
| IPO | Ecorodovias | 01/abr/10 | NM | | |
| IPO | Mills | 16/abr/10 | NM | | |
| IPO | Jsl | 22/abr/10 | NM | | |
| IPO | Renova | 13/jul/10 | N2 | | |
| IPO | Petrorio | 25/out/10 | NM | | |
| IPO | Alper S.A. | 01/nov/10 | NM | | |
| IPO | Arezzo Co | 02/fev/11 | NM | | |
| IPO | Enauta Part | 09/fev/11 | NM | | |
| IPO | Time For Fun | 13/abr/11 | NM | | |
| IPO | Magaz Luiza | 02/mai/11 | NM | | |
| IPO | Qualicorp | 29/jun/11 | NM | | |
| IPO | Technos | 01/jul/11 | NM | | |
| IPO | Locamerica | 23/abr/12 | NM | | |
| IPO | Unicasa | 27/abr/12 | NM | | |
| IPO | Linx | 08/fev/13 | NM | | |
| IPO | Biosev | 19/abr/13 | NM | | |
| IPO | Alupar | 24/abr/13 | N2 | | |
| IPO | Smiles | 29/abr/13 | NM | | |
| IPO | BB Seguridade | 29/abr/13 | NM | | |
| IPO | Anima | 28/out/13 | NM | | |
| IPO | Ser Educa | 29/out/13 | NM | | |
| IPO | CVC Brasil | 09/dez/13 | NM | | |
| IPO | Ourofino S/A | 21/out/14 | NM | | |
| IPO | Wiz S.A. | 05/jun/15 | NM | | |
| IPO | Alliar | 28/out/16 | NM | | |
| IPO | Movida | 08/fev/17 | NM | | |
| IPO | Ihparini | 14/fev/17 | NM | | |
| IPO | Azul | 11/abr/17 | N2 | | |
| IPO | Carrefour Br | 20/jul/17 | NM | | |
| IPO | Irbbrasil Re | 31/jul/17 | NM | | |
| IPO | Omega Ger | 31/jul/17 | NM | | |
| IPO | Camil | 28/set/17 | NM | | |
| IPO | Petrobras Br | 15/dez/17 | NM | | |
| IPO | Bk Brasil | 18/dez/17 | NM | | |
| IPO | Intermedica | 23/abr/18 | NM | | |
| IPO | Hapvida | 25/abr/18 | NM | | |
| IPO | Centaurus | 17/abr/19 | NM | | |
| IPO | Vivara S.A. | 10/out/19 | NM | | |

| | | | | | |
|----------|--------------|-----------|----|-----------|--------|
| IPO | Banco Bmg | 28/out/19 | N1 | | |
| IPO | Cea Modas | 28/out/19 | NM | | |
| IPO | Mitre Realty | 05/fev/20 | NM | | |
| IPO | Locaweb | 06/fev/20 | NM | | |
| IPO | Moura Dubeux | 13/fev/20 | NM | | |
| IPO | Estapar | 15/mai/20 | NM | | |
| IPO | Ambipar | 13/jul/20 | NM | | |
| IPO | Grupo Soma | 31/jul/20 | NM | | |
| IPO | D1000vfarma | 10/ago/20 | NM | | |
| IPO | Quero-Quero | 10/ago/20 | NM | | |
| IPO | Lavvi | 02/set/20 | NM | | |
| IPO | Pague-Menos | 02/set/20 | NM | | |
| IPO | Petz | 11/set/20 | NM | | |
| IPO | Planoaplano | 17/set/20 | NM | | |
| IPO | Cury | 21/set/20 | NM | | |
| IPO | Hidrovias | 25/set/20 | NM | | |
| IPO | Melnick | 28/set/20 | NM | | |
| IPO | Boa Vista | 30/set/20 | NM | | |
| IPO | Sequoia Log | 07/out/20 | NM | | |
| IPO | Grupo Mateus | 13/out/20 | NM | | |
| IPO | Track Field | 26/out/20 | N2 | | |
| IPO | Meliuz | 05/nov/20 | NM | | |
| IPO | Enjoei | 09/nov/20 | NM | | |
| IPO | Aeris | 11/nov/20 | NM | | |
| IPO | 3r Petroleum | 12/nov/20 | NM | | |
| IPO | Rede D Or | 10/dez/20 | NM | | |
| IPO | Alphaville | 11/dez/20 | NM | | |
| IPO | Neogrid | 17/dez/20 | NM | | |
| Migração | Rossi Resid | 27/jan/06 | NM | 05/fev/03 | N1 |
| Migração | Brf Sa | 12/abr/06 | NM | 26/jun/01 | N1 |
| Migração | Eternit | 17/ago/06 | NM | 02/mar/05 | N2 |
| Migração | Cia Hering | 16/mai/07 | NM | 13/dez/02 | N1 |
| Migração | Weg | 22/jun/07 | NM | 26/jun/01 | N1 |
| Migração | Iochp-Maxion | 24/mar/08 | NM | 10/nov/05 | N1 |
| Migração | Equatorial | 23/abr/08 | NM | 03/abr/06 | N2 |
| Migração | Yduqs Part | 11/jul/08 | NM | 30/jul/07 | N2 |
| Migração | Ultrapar | 17/ago/11 | NM | 27/out/05 | N1 |
| Migração | Paranapanema | 15/fev/12 | NM | 03/dez/07 | N1 |
| Migração | Pine | 29/mar/12 | N2 | 02/abr/07 | N1 |
| Migração | Cogna | 05/dez/12 | NM | 23/jul/07 | N2 |
| Migração | Klabin S/A | 09/jan/14 | N2 | 10/dez/02 | N1 |
| Migração | Atmasa | 21/jul/16 | NM | 30/abr/13 | N2 |
| Migração | Santos Brp | 22/ago/16 | NM | 05/dez/07 | N2 |
| Migração | Sinqia | 17/ago/17 | NM | 10/mai/12 | MA |
| Migração | Vulcabras | 26/out/17 | NM | | Básico |
| Migração | Suzano | 10/nov/17 | NM | 05/ago/04 | N1 |
| Migração | Vale | 22/dez/17 | NM | 12/dez/03 | N1 |
| Migração | Petrobras | 14/mai/18 | N2 | | Básico |
| Migração | Viavarejo | 26/nov/18 | NM | 16/dez/13 | N2 |
| Migração | Btgp Banco | 13/jun/19 | N2 | | N1 |
| Migração | Neoenergia | 01/jul/19 | NM | | Básico |
| Migração | Banco Inter | 19/jul/19 | N2 | 30/abr/18 | N1 |

| | | | | | |
|----------------|---------------|-----------|----|-----------|----|
| Migração | Priner | 17/fev/20 | NM | 24/nov/17 | MA |
| Migração | P. Acucar-Cbd | 02/mar/20 | NM | 29/abr/03 | N1 |
| Reestruturação | Light S/A | 22/fev/06 | NM | 28/jul/05 | NM |
| Reestruturação | Lojas Marisa | 28/jun/10 | NM | 22/out/07 | NM |
| Reestruturação | Raiadrogasil | 19/dez/11 | NM | 03/jul/07 | NM |
| Reestruturação | Imc S/A | 31/mar/15 | NM | 09/mar/11 | NM |
| Reestruturação | Rumo S.A. | 01/abr/15 | NM | 22/out/10 | NM |
| Reestruturação | Aes Tiete E | 04/jan/16 | N2 | | |
| Reestruturação | Tenda | 28/jun/17 | NM | | |
| Reestruturação | Alianscsonae | 06/ago/19 | NM | 03/fev/11 | NM |
| Reestruturação | Simpar | 18/set/20 | NM | | |