

Fatores Impeditivos para a Migração ao Novo Mercado

DANIEL COUTO BERGANTINI

Universidade Federal do Espírito Santo

LEONARDO CARVALHO SELLA

Universidade Federal do Espírito Santo

PATRICIA MARIA BORTOLON

Universidade Federal do Espírito Santo

Resumo

Este artigo teve como objetivo analisar quais regras são possíveis barreiras às empresas na mudança do segmento tradicional para o segmento do Novo Mercado. Para isso, foram comparadas empresas que já estão no Novo Mercado com empresas do segmento tradicional que já cumprem o pré-requisito de possuírem apenas ações ON. Sendo essa uma das principais regras impostas pelo Novo Mercado, esse estudo tentou identificar quais outros fatores podem impedir essa migração. Para tanto, foram utilizadas variáveis para representar outras exigências do Novo Mercado, características da estrutura de propriedade e aspectos econômicos-financeiros. Os dados foram coletados utilizando as bases de dados COMDINHEIRO e Thomson Reuters Eikon, além de utilizar dados disponibilizados pela CVM e B3. Para escolher as empresas comparáveis do Novo Mercado as amostras foram selecionadas duas amostras, uma feita manualmente e outra por meio do método Propensity Score Matching (PSM). A análise dos resultados foi feita por meio de estatística descritiva, testes de diferenças entre médias e proporções, e regressões logit a fim de determinar quais variáveis aumentam ou diminuem a probabilidade de listagem no Novo Mercado. De modo geral, a amostra coletada pelo PSM apresentou resultados mais consistentes, apontando maior aderência das empresas listadas no Novo Mercado às regras de listagem, assim como aspectos da estrutura de propriedade que costumam indicar melhores práticas de governança corporativa. Contudo, poucas relações estatisticamente significativas foram observadas nas regressões logit, com resultados diferentes entre as duas amostras. Entre as exigências, foram significativas as variáveis para a regra de presença de conselheiros independentes no conselho de administração, a necessidade de existência de conselho de auditoria e o tag along de 100%, como possíveis impeditivos. Já para estrutura de capital, a concentração de propriedade foi significativa, apontando que possivelmente os controladores resistem a migração, possivelmente por receio de perder o controle da empresa.

Palavras-chave: Governança Corporativa, uma ação-um voto, auto-regulação, Novo Mercado, estrutura de capital, segmentos de listagem, PSM.

1. INTRODUÇÃO

As práticas de governança corporativa no Brasil vêm evoluindo de forma significativa com o passar do tempo, principalmente por parte das ações tomadas pela B3, como a criação e o aprimoramento dos segmentos especiais de governança corporativa. Existentes desde 2001, os segmentos especiais atualmente são o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A adesão a eles não é obrigatória, porém, se a empresa quiser fazer parte de algum, precisa cumprir uma série de regras e pré-requisitos. Essas exigências têm o objetivo de assegurar os direitos dos acionistas e reduzir a assimetria informacional entre gestores, acionistas majoritários e acionistas minoritários. Portanto, a decisão de participar de determinado segmento, costuma sinalizar aos investidores que a empresa busca melhores padrões de governança corporativa (Esqueda & O'Connor, 2020; Gonzalo & Silva, 2009).

Além de proteção aos investidores, outra possível motivação para as empresas aderirem aos segmentos especiais são possíveis impactos financeiros positivos. A literatura encontra evidências de que a melhoria das práticas de governança e a listagem em segmentos superiores aumentam o valor de mercado da companhia, seu desempenho e liquidez de suas ações (Carvalho da Silva & Leal, 2005; Procianny & Verdi, 2009; Silveira et al., 2004). Por outro lado, existem estudos que encontram que os indicadores de desempenho das empresas são impactados de forma negativa, dado o alto custo de se migrar e manter-se nos altos padrões de governança (Vilhena & Camargos, 2015).

Os custos para migrar podem ser tanto custos do ponto de vista financeiro, quanto custos de perda de controle por parte dos acionistas controladores. Uma das principais exigências para a listagem no Novo Mercado, segmento de mais alto nível de governança corporativa, é que as empresas possuam apenas ações ON. Ou seja, para ser listada nesse segmento a empresa deve ter uma estrutura de votos que siga o princípio de uma ação-um voto. O debate em torno da eficiência desse princípio é extenso e será melhor discutido na revisão de literatura. Porém, é sabido que em muitas empresas há resistência por parte dos acionistas controladores em aderir esse tipo de estrutura, uma vez que podem perder seu poder de controle (Burkart & Lee, 2008)

Ainda assim, existem empresas que já possuem sua estrutura de propriedade seguindo o princípio de uma ação-um voto, tendo apenas ações ON, mas que não fazem parte do Novo Mercado. Ou seja, essas empresas optaram voluntariamente por ter apenas essa classe de ação, mas por algum motivo, não optaram por aderir ao Novo Mercado. Observando tal comportamento contra intuitivo dessas empresas esse estudo buscou responder a seguinte pergunta: Quais são os principais fatores impeditivos para essas empresas migrarem para o Novo Mercado?

A fim de responder essa pergunta, foram analisadas 18 empresas que apresentavam essas características durante o ano de 2018 e comparadas também com 18 empresas semelhantes que já estão no Novo Mercado. As empresas foram selecionadas em duas amostras, uma com empresas comparáveis escolhidas manualmente e outra por meio do método Propensity Score Matching. Com esses dados, foram usadas variáveis para representar outras exigências do Novo Mercado, características da estrutura de propriedade e aspectos econômico-financeiros. O objetivo é entender quais dessas variáveis podem representar possíveis fatores impeditivos para essas empresas migrarem ao segmento superior de governança corporativa. Para isso foram realizadas análises de estatística descritiva, teste de diferença entre médias e proporções, e análise de regressões logit.

Os resultados encontrados apontam como impeditivos relevantes para a migração a regra de composição do conselho de administração, que regulamenta a necessidade de pelo

menos 20% do conselho ser independente, a necessidade de constituir comitê de auditoria e a necessidade de oferecer tag along de 100% em suas ações. Além disso, aspectos da estrutura de propriedade também parecem influenciar nessa decisão, uma vez que empresas com estruturas mais concentradas acabam aderindo menos ao segmento superior. Outro aspecto foi o tamanho das empresas, observou-se que as empresas no Novo Mercado são em média maiores que no segmento tradicional.

Além dessa introdução, a segunda seção faz uma breve revisão de literatura, abordando as relações da Teoria da Agência e estrutura de propriedade, o debate em torno de uma ação – um voto e aspectos regulatórios e autoregulatórios. A terceira parte traz a metodologia, onde foram detalhados e justificados os métodos e variáveis escolhidas, assim como os dados coletados. A quarta seção analisou os resultados encontrados nas estatísticas descritivas, testes de diferença entre médias e proporções, e análises de regressões logit. Por fim, a quinta parte faz as considerações finais, abordando também as limitações dessa pesquisa e oportunidades para pesquisas futuras.

2. REVISÃO DE LITERATURA

A governança corporativa, área que estuda os conflitos de interesses surgidos na relação entre indivíduos num cenário corporativo tem se demonstrado cada vez mais relevante. Jensen & Meckling (1976) afirmam que a relação de agência acontece quando 2 (dois) ou mais indivíduos se engajam numa relação contratual, onde é delegado a um terceiro contratado, o poder decisório. Os autores tratam do assunto como a união de 3 (três teorias), a teoria de estrutura da propriedade, da firma e dos direitos de propriedade. Essas teorias formam o pilar do desenvolvimento e estudo do tema. Considerando o trabalho de Berle & Means (1984), inicialmente a preocupação estava no novo modelo de corporação, com capital difuso em vários acionistas, onde o poder decisório é delegado a um terceiro contratado. Porém, vários trabalhos posteriores observaram que o modelo corporativo descrito por Berle e Means, não era regra ao redor do mundo. La Porta et al. (1999) demonstra que esse modelo predomina em países com o sistema legal baseado no common law. Porém Burkart & Lee (2008) já apontam que apesar de ser menos frequente, nos Estados Unidos ainda é comum encontrar empresas que fogem do modelo Berle e Means, mantendo uma estrutura de capital concentrado.

A luz das novas evidências citadas acima, percebemos que o foco do problema de agência passa a ser não o conflito Principal (pequeno acionista) x Agente, mas sim o conflito Principal (grande acionista) x Principal (pequeno acionista), já que é a forma de conflito que se mostrou predominante ao redor mundo. O modelo onde o conflito se dá entre acionistas majoritários e minoritários vem sendo analisado sob diversos ângulos, já que existem as mais variadas estruturas de capital. O principal argumento do princípio de uma ação – um voto, por exemplo, está em reduzir tais problemas ao garantir que os direitos de voto sejam iguais para todas as ações (Burkart & Lee, 2008).

Existem, entretanto, desvios à regra uma ação – um voto, tanto de forma institucionalizada, quando não há obrigatoriedade da regra, quanto de maneiras indiretas, quando os majoritários buscam outras formas de manter o controle. Carvalhal da Silva & Leal (2005) afirmam que existem 3 principais estruturas de propriedade que não obedecem à regra de uma ação – um voto: estruturas piramidais, crossholding e ações de duas classes. Delas, as ações de duas classes costumam ser as mais fáceis de serem observadas, por serem institucionalizadas, permitindo que empresas possuam ações com direitos de voto diferentes. As estruturas piramidais ocorrem quando os acionistas majoritários assumem o controle da

empresa por intermédio de outras, sem necessariamente possuírem maior participação (Aldrighi et al., 2018; Almeida & Wolfenzon, 2006). Por fim, o crossholding consiste quando há participação mútua de duas empresas entre si (Clayton & Jorgensen, 2005).

A literatura afirma que esses desvios geram como consequência dois resultados: (1) aumento da concentração do poder de voto e (2) aumento dos diferenciais de direito a voto e fluxo de caixa. O primeiro não é visto necessariamente como negativo, Morck, Shleifer & Vishny et al. (1988) encontraram dados empíricos de que o valor das firmas tende a crescer com o aumento da proporção de posse do patrimônio pelo controlador. Stulz (1988) demonstra que até determinado ponto a concentração de propriedade aumenta os incentivos para monitorar o gestor, reduzindo os conflitos de agência. A literatura chama essa consequência positiva de efeito alinhamento. Por outro lado, outro efeito ocorre a partir de determinado ponto, o efeito entrincheiramento. Quando a concentração faz aumentar os incentivos a expropriação do acionista minoritário pelo controlador, assim como o conservadorismo na tomada de decisão (Morck, Stangeland & Yeung et al., 1998).

O segundo resultado, sobre a separação dos direitos de voto e fluxos de caixa, é visto de forma negativa pela literatura internacional (Vilhena & Camargos, 2015). Na mesma linha, Silveira et al. (2004) encontram relação positiva entre o aumento da separação de propriedade e controle e o conflito de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. O modelo de financiamento com ações sem direito a voto é uma das formas de se separar o controle e a propriedade da empresa. De acordo com Claessens et al. (2002) essas diferenças de direitos a voto e direitos de fluxo de caixa tendem a gerar custos de agência e prejudicar o valor de mercado das empresas, principalmente se a empresa for familiar ou tiver participação do governo. Isso se torna relevante uma vez que La Porta et al. (1999) demonstra que maior parte das empresas têm família ou governo entre seus principais acionistas.

Contudo, é importante ressaltar que o modelo de empresa com apenas ações com direito a voto possuem problemas de implementação, já que como apontado por Burkart & Lee (2008) nem todas as empresas serão eficientes na alocação de controle socialmente ideal, seguindo o princípio de uma ação, um voto. Além disso, os custos elevados para o empreendedor abrir o capital somente com uma classe de ações podem desmotivá-lo a fazer, levando-o a buscar se financiar por meios menos eficientes e ou limitar seu crescimento. Dittmann & Ulbricht (2007) e Maury & Pajuste (2011) enxergam a classe de ações sem direito a voto como uma etapa de transição natural das empresas. Por outro lado, Bortolon & Leal (2014) observaram que quando a empresa altera sua política para a adesão do princípio de uma ação um voto, passam a ter maior perenidade no longo prazo e reduzem suas despesas com pagamento de dividendos.

No Brasil esse debate ainda é recente, somente em 2001 a BM&FBovespa, atualmente denominada de B3, criou os segmentos especiais de listagem. Dentre esses segmentos, o Novo Mercado (NM) introduziu dentre tantas outras exigências, que a empresa tenha apenas uma classe de ações. No mesmo ano também, foi aprovada a lei 10.303, que teve como ponto principal reduzir a porcentagem da proporção de ações preferenciais permitidas pela legislação de 2/3 para 50% do capital. Não obstante, Gorga (2008) afirma que esses esforços no aprimoramento da governança corporativa no Brasil não atenderam às expectativas do mercado.

Apesar das expectativas frustradas, o modelo de dualismo regulatório brasileiro se tornou um case de sucesso reconhecido internacionalmente, como aponta Donaggio (2017). Segundo o autor, aprimoramentos foram feitos desde a criação até o momento atual, porém ainda existem problemas a serem resolvidos. Esses problemas se tornam evidentes em exemplos como o da empresa Multiplus, que participava do Novo Mercado (NM) e mesmo assim tinham no controlador e único parceiro comercial a mesma pessoa. Nesse caso um número relevante

de acionistas foi expropriado, já que ao divulgar a abertura da OPA, o controlador divulgou também um documento no qual sugeria a possibilidade de não renovação do contrato de parceria com a Multiplus, fazendo com que as ações da companhia perdessem valor significativo. Por conta de casos como esses, novas regulações vêm surgindo para tentar reduzir conflitos do tipo e tornar os segmentos especiais cada vez mais eficientes.

Em 2018 as regulações do Novo Mercado se alteraram, aumentando principalmente das regulações no que tange o assunto dos comitês e flexibilizando outras regras, como a do freefloat das empresas. Essas mudanças são recentes e por conta do longo prazo de adaptação das empresas às novas práticas, ainda não é possível analisar adequadamente os impactos (Wickboldt & Alencar, 2018). As mudanças mais recentes das exigências, com apenas as variáveis de interesse da pesquisa estão descritas mais detalhadamente na Tabela 01:

Tabela 01 – Mudanças nas regras do Novo Mercado

Regras do novo mercado		
	ATÉ 2017	A PARTIR DE 2018
Ações emitidas	Somente ON	Somente ON
Free-float	25%	25%, se tiver volume de negociação diária maior que 25 milhões, é permitido então 15%.
Distribuição pública de ações	Esforços de dispersão acionária.	Esforços de dispersão acionária, exceto nos casos tratados pela ICVM 476.
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros, sendo pelo menos 2 ou 20% independentes.	Mínimo de 3 membros, sendo pelo menos 2 ou 20% independentes.
Tag-along	100% ON.	100% ON
Demonstrações financeiras	Conforme legislação Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português, não há regra específica, além das DFs.	Além das DFs (vide item acima) Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e press release de resultados
Reunião pública anual	Obrigatória e presencial	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, ou outro meio que permita a participação a distância).
Vedação de acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão).	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações.
Comitê de auditoria	Facultativo	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições
Auditoria interna	Facultativo	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender a requisitos do regulamento
Compliance	Facultativo	Obrigatória a implementação de funções de compliance, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais

Saída do segmento / OPA	Valor mínimo do OPA, pelo menos valor econômico.	Oferta a valor justo, com aceitação de 1/3 dos acionistas das ações em free-float no mercado, percentual definido em estatuto, o que for maior.
--------------------------------	--	---

Fonte: B3, 2020; Vilhena e Camargos, 2015.

No Brasil, os segmentos especiais de listagem funcionam com a adoção voluntária das firmas aos princípios exigidos. Isso cria um cenário benéfico para o estudo do impacto das adoções de melhores práticas de governança. Segundo Bernard & Vikramaditya (2007), quando a legislação é imposta às empresas de forma igualitária torna-se mais difícil identificar os verdadeiros impactos da mudança imposta, principalmente por conta da quantidade de fatores que impactam a tomada de decisão do investidor.

Entretanto, é importante também ressaltar que o Brasil não é o único país a ter uma legislação com foco na diferenciação de direitos de ações, outros países também criaram regras específicas para utilização de ações sem direito a voto. Na França, por exemplo, existiam 3 classes de ações, sendo uma exclusiva para empresas petrolíferas. Outro caso interessante quanto a direitos diferenciados entre classes de ações, é o caso escandinavo, onde os investidores externos só podem comprar ações sem direito a voto (Muus, 1998). Na Itália, a legislação se assemelha a brasileira, onde as ações sem direito a voto possuem direito a maior participação nos dividendos e preferência em relação às ações com direito a voto no momento da liquidação (Linciano, 2003).

Entretanto, existe um contraste importante, pois enquanto o prêmio pago pelos investidores nas ações com direito a voto na Itália chegava a 80% (Linciano, 2003), no Brasil em período semelhante de pesquisa, o prêmio pago pelos investidores foi menor para esse tipo de ação. Segundo Saito (2003) esse efeito era ocasionado pelas peculiaridades das regulações, que dão direito de tag along, maior distribuição e preferência no recebimento dos dividendos. Ao redor do mundo, entretanto, o que se observa são ações com direito a voto serem negociadas com um prêmio em relação àquelas sem direito a voto.

Por outro lado, trabalhos como o de Carvalhal da Silva & Leal (2005) nos permite inferir que o mercado vê com bons olhos os segmentos de listagem especial. Em seu estudo as empresas do Novo Mercado apresentaram uma valorização maior de suas ações em relação às empresas do segmento tradicional, mesmo entregando uma rentabilidade menor. Segundo os autores, a própria rentabilidade inferior se deu por conta dos altos custos de se manter listada no mais alto nível de governança corporativa e, ainda assim, foram bem avaliadas pelos investidores.

3. METODOLOGIA

3.1 Amostra e Dados

A definição da amostra de interesse desse estudo se deu a partir da observação da existência de empresas listadas na B3 que ainda estão no segmento tradicional apesar de possuírem apenas ações com direito a voto, uma das principais exigências do Novo Mercado, segmento superior de governança corporativa.

Em 2019, excluindo empresas do setor financeiro e empresas com patrimônio líquido negativo, observou-se que havia 18 empresas com essa característica. Como o objetivo desse estudo é entender quais possíveis fatores podem ser impeditivos para que essas empresas migrem ao Novo Mercado, foram selecionadas também empresas comparáveis. Isso foi feito

para que se possa entender quais variáveis possivelmente estão influenciando ou não a migração ao segmento superior de governança.

O período de análise do estudo foi de 2014 a 2018. Os dados foram coletados em duas bases diferentes. Para os dados financeiros, utilizou-se a base de dados da Thomson Reuters Eikon. Os dados de Governança Corporativa e demais dados financeiros foram retirados da base de dados da Comdinheiro.

As empresas comparáveis foram selecionadas, a partir das empresas listadas no Novo Mercado, de duas formas, compondo duas amostras. A primeira seleção foi feita manualmente, observando características semelhantes de tamanho do Ativo, Patrimônio Líquido e setor de atuação das empresas. A segunda seleção foi feita pelo método Propensity Score Matching (PSM), usando variáveis financeiras como parâmetros para fazer o casamento das empresas comparáveis. Uma das principais vantagens do PSM para a escolha de comparáveis é a redução de problemas de viés de seleção (Shipman, Swanquist & Whited, 2017), o que pode ocorrer em uma seleção manual, como a anteriormente citada.

3.1.1 Propensity Score Matching

Para fazer o matching por meio do PSM, foram selecionadas empresas que já estão listadas no Novo Mercado desde 2016, que não mudaram de segmento de governança no período, excluindo também empresas do setor financeiro e de patrimônio líquido negativo. Com tais características, chegou-se a 99 empresas, das quais foram selecionadas 18 utilizando o pacote MatchIt (Ho, Imai, King & Stuart, 2011), no software R. Foi realizado o matching de empresas de 1 para 1, por meio do método de escore "Near Neighbor", sem reposição e sem definição de "caliper" (distância mínima de matching), apesar da literatura sugerir um caliper de 0.25 (Olmos & Govindasamy, 2015). Essa escolha foi feita pois ao definir caliper para o casamento das empresas, não seria possível fazer casamento para todas, o que reduziria o tamanho da amostra do estudo, que já é limitada.

De maneira inversa ao modelo final dessa pesquisa, a variável dependente do modelo realizado para o PSM é uma dummy que assume o valor de 1 quando está no segmento tradicional e assume o valor de 0 quando está no Novo Mercado. As variáveis explicativas estão detalhadas na Tabela 02, junto às de estrutura de propriedade usadas no modelo final. A equação abaixo mostra o utilizado para estimar o PSM.

$$\begin{aligned} \text{Prob}(\text{Segmento Tradicional} = 1) \\ = \beta_0 + \beta_1 \text{Investimento}_i + \beta_2 \text{Financiamento}_i + \beta_3 \text{Dividendos}_i \\ + \beta_4 \text{Desempenho}_i + \beta_5 \text{Tamanho}_i + e_i \end{aligned}$$

3.2 Variáveis

Outras exigências, além da emissão de ações somente com direito a voto, foram mapeadas através das variáveis descritas na Tabela 02. Foram utilizadas variáveis do tipo dummy, que assumem o valor de 1 caso a empresa cumpra a exigência, e 0 quando a mesma não cumpre. A Tabela 01 lista as variáveis de exigências que esse estudo conseguiu abordar. Além dessas, outras regras existem, porém por falta de dados não foi possível incluí-las como variáveis, sendo uma das limitações dessa pesquisa. Por se tratarem de regras para a listagem no Novo Mercado, a relação é direta e o sinal esperado para elas é positivo.

Tabela 02 – Variáveis relacionadas às exigências do Novo Mercado.

Exigências do Novo Mercado		
Variável	Exigência	Descrição
FF_MIN	Free Float mínimo	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões
COMP	Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) independentes, com mandato unificado de até 2 anos
VED_AC	Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor principal não podem ser a mesma pessoa.
TAG_D	Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON
AUD	Comitê de Auditoria	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria

A Tabela 02 resume as variáveis de estrutura de propriedade e variáveis econômico financeiras, bem como seu sinal esperado. Variáveis de estrutura de propriedade costumam ser determinantes para conflitos de agência, que são reduzidos por melhores práticas de governança corporativa. Portanto, espera-se que esse conjunto de variáveis seja importante para explicar a probabilidade das empresas estarem listadas no Novo Mercado. Como esse segmento tem por objetivo garantir que as empresas listadas tenham melhores padrões de governança, as variáveis foram escolhidas de acordo com o que a literatura encontra como determinante para a presença em segmentos especiais e características que elevam o nível de governança corporativa nas empresas. Os próximos parágrafos buscam levantar essas variáveis e as suas relações esperadas.

A literatura encontra evidências de que o Free float (FF) se relaciona positivamente com o nível de governança corporativa, transparência e liquidez (Ding, Ni & Zong, 2016; Leuz & Verrecchia, 2000; Samaha, Dahawy, Hussainey & Stapleton, 2012). Ou seja, espera-se que no Novo Mercado as empresas listadas possuam FF maior, assumindo relação positiva com a probabilidade de estarem nesse segmento.

A concentração de propriedade (PART3) é um dos principais temas abordados em estudos de governança corporativa. Dois efeitos podem ser esperados como consequência de maior concentração: o efeito alinhamento e efeito entrenchamento. Ou seja, a concentração pode assumir relações positivas ou negativas com a qualidade da governança corporativa (Jensen & Meckling, 1976; Stulz, 1988)

Já para a presença de estrangeiros entre os 3 maiores acionistas (EST), espera-se sinal positivo, uma vez que melhores práticas de governança dão maior segurança e atraem investidores e outros países (Soares & Marcon, 2019). Por sua vez, o papel dos acionistas institucionais (INST) é debatido na literatura muito por conta de seu ativismo e busca de conseguir melhor desempenho para as firmas (Gillan & Starks, 2000). Entretanto, na literatura não há consenso se essa característica está sempre de acordo com os interesses dos minoritários (Bushee, 1998). Sendo assim, ambos os sinais podem ser esperados.

A literatura também encontra relações importantes de variáveis econômico-financeiras com a listagem em segmentos especiais de listagem e melhores práticas de governança corporativa. Sendo assim, também foram incluídas variáveis de acordo com o que já foi evidenciado em estudos anteriores. Os parágrafos a seguir identificam as variáveis e as relações encontradas anteriormente.

Costuma-se afirmar que empresas com melhores práticas de governança corporativa têm menor custo de capital, aumentando sua capacidade de investimento (Claessens et al., 2000; Silveira et al., 2008). Por outro lado, a teoria também diz que ao adotarem padrões mais altos de governança, os gestores são inibidos a investirem em projetos ruins e passam a distribuir

mais dividendos (La Porta et al., 2000). Portanto, os sinais podem ser tanto positivos quanto negativos para as variáveis de investimento (IMOB e FCI). Além disso, também a partir dos argumentos de La Porta et al. (2000), espera-se que a relação das variáveis de dividendos (PAYOUT e DY) com a presença no Novo Mercado seja positivas. Segundo os autores, maior distribuição de dividendos reduz a chance de expropriação dos acionistas minoritários, especialmente em países onde há regulações mais fracas de governança corporativa.

Jensen (1986) afirma que o aumento do endividamento nas empresas impõe aos gestores maior disciplina decorrente de obrigações de covenants contratuais e de fluxo de caixa. Isso faz reduzir os conflitos de agência entre gestor e acionistas, melhorando o nível de governança. Além disso, como a literatura evidencia que o custo de capital para empresa reduz ao assumirem melhores práticas de governança (Silveira et al., 2008), espera-se que a relação das variáveis de financiamento (END, END_CP, END_LP) seja positiva com a presença no Novo Mercado.

Por fim, variáveis de desempenho (QTOBIN, MTB, ROA e ROE) e de tamanho da empresa (LNAT) também costuma ter relação positiva com a listagem em segmentos especiais de listagem. Carvalhal da Silva & Leal (2005) encontram que firmas com melhores índices de governança corporativa costumam ter valor e desempenho superiores. Do mesmo modo, Procianny & Verdi (2009) evidenciam que empresas listadas nos segmentos diferenciados têm maior lucratividade e maior tamanho.

Tabela 03 – Variáveis de estrutura de capital e econômico-financeiras.

Variável	Descrição/ Cálculo	Sinal esperado	Referências
Estrutura de propriedade			
FF	% das ações em circulação	+	Samaha et al. (2012); Ding et. al (2016)
PART3	% do capital detido pelos 03 maiores acionistas	+	Jensen e Meckling (1976); Stulz (1988)
EST	Dummy =1 se há estrangeiro entre os 3 maiores acionistas	+	Soares e Marcon (2019)
INST	Dummy =1 se há investidor institucional entre os 3 maiores acionistas	-	Gillan e Starks (2000)
FISICA	Dummy=1 se há pessoa física entre os 3 maiores acionistas	-	Jensen e Meckling (1976); Stulz (1988)
Investimento			
IMOB	Variação do imobilizado/Ativo	+	Silveira, Perobelli e Barros (2008); Laporta et. al (2000)
FCI	Fluxo de caixa de investimentos/Ativo	-	
Financiamento			
END	Passivo total/Ativo		
END_CP	Passivo circulante/Ativo	+	Jensen (1986); Silveira et al. (2008)
END_LP	Passivo não circulante/Ativo		
Dividendos			
PAYOUT	Total de Dividendos/Lucro Líquido		
DY	Dividendo por ação/Preço da ação	+	La Porta et al. (2000); Jensen e Meckling (1976); Carvalhal da Silva (2004)
Desempenho			
QTOBIN	Valor de mercado/Ativo		
MTB	Valor de mercado/Patrimônio Líquido	+	Carvalhal da Silva e Leal (2005)
ROA	Lucro Líquido/Ativo		

ROE	Lucro Líquido/Patrimônio Líquido		
		Tamanho	
LNAT	Logarítmo do Ativo	+	Jensen e Meckling (1976)

3.3 Métodos de Análise

A fim de alcançar a finalidade desse estudo, buscou-se analisar as variáveis acima descritas comparando-as entre os dois grupos de 18 empresas durante o período de análise. Anteriormente, entretanto, foram identificadas quais variáveis apresentavam valores extremos (acima de 3 desvios padrão) e utilizou-se o método de Winsorização, com limites superior e inferior de 2,5% para lidar com os outliers.

O primeiro método utilizado para analisar as variáveis entre os grupos foram estatística descritiva da amostra como um todo e de cada grupo de empresas separadamente, tanto para as selecionadas manualmente, quanto para as selecionadas por meio do PSM. Em seguida foram realizados testes de diferença entre médias e teste de diferença entre proporções para identificar quais variáveis são estatisticamente diferentes entre o segmento tradicional e o Novo Mercado.

Finalmente, foram realizadas regressões logit também para as duas amostras, onde a variável dependente é uma dummy que assume o valor de 1 quando a empresa está no Novo Mercado e o valor de 0 quando está no segmento tradicional, e as variáveis dependentes são as listadas nas tabelas 01 e 02. Tal modelagem permitiu observar quais variáveis aumentam ou diminuem estatisticamente a probabilidade de certa empresa estar listada no Novo Mercado. O modelo de regressão utilizado para esse objetivo foi o seguinte:

$$\begin{aligned}
 Prob(\text{Novo Mercado} = 1) &= \beta_0 + \beta_1 \text{Exigências Novo Mercado}_i + \beta_2 \text{Estrutura de Propriedade}_i \\
 &+ \beta_3 \text{Investimento}_i + \beta_4 \text{Financiamento}_i + \beta_5 \text{Dividendos}_i \\
 &+ \beta_6 \text{Desempenho}_i + \beta_7 \text{Tamanho}_i + e_i
 \end{aligned}$$

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os dados na Tabela 04 mostram as estatísticas descritivas para as variáveis das duas amostras selecionadas nesse estudo, ambas incluindo as 18 empresas do segmento Tradicional com somente ações ON e as comparáveis do Novo Mercado. De modo geral, as variáveis apresentaram médias e desvios padrão parecidos nas duas amostras, com exceção às variáveis de desempenho. Isso pode ocorrer pois ao utilizar o PSM para encontrar empresas comparáveis, foram utilizadas todas as variáveis financeiras, enquanto na seleção manual observou-se apenas o Patrimônio Líquido, Ativo e setor de atuação da empresa.

Observando a descritiva das exigências do Novo Mercado, duas variáveis apresentaram resultados interessantes: VED_AC e AUD. A regra de vedação à acumulação de cargos pelo presidente do conselho foi obedecida por mais de 88% nas duas amostras. Ou seja, muitas empresas do segmento tradicional já obedecem a essa regra, o que pode significar que essa regra não é um fator impeditivo relevante. Esse resultado é consistente com Andrade, Bressan & Iquiapaza (2009), que encontram tendência das firmas aderirem a essa exigência.

Já a existência de comitê de auditoria tem característica oposta, tendo aderência de apenas 25,6% das empresas da amostra que inclui comparáveis selecionadas manualmente e 19,1% na amostra com comparáveis selecionadas pelo PSM. Resultados semelhantes também são encontrados em outros estudos no Brasil (Bortolon, Silva & Barros, 2019; Luca, Martins,

Maia & Coelho, 2010). O baixo cumprimento dessa exigência pode significar um fator importante a ser observado como impeditivo para a migração ao segmento superior. Além disso, é importante ressaltar que essa é uma das regras que passou a ser exigida somente a partir de 2018 e, como a amostra abrange o período de 2014 a 2018, não havia obrigatoriedade em seu cumprimento em quase todo seu período.

Percebeu-se também que há alta concentração de propriedade entre os 3 maiores acionistas, que em média apresentaram participação próxima a 65% das ações nas duas amostras. O alto grau de concentração nas empresas brasileiras é conhecido e amplamente evidenciado na literatura (Andrade et al., 2009; Bortolon et al., 2019; Leal, Carvalho da Silva & Valadares, 2002).

Tabela 04 – Estatística descritiva.

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Amostra 1 - Seleção Manual						Amostra 2 - Propensity Score Matching				
FF_MIN	165	0.545	0.499	0.000	1.000	160	0.581	0.495	0.000	1.000
COMP	180	0.467	0.500	0.000	1.000	173	0.474	0.501	0.000	1.000
VED_AC	180	0.883	0.322	0.000	1.000	161	0.888	0.316	0.000	1.000
TAG_D	180	0.528	0.501	0.000	1.000	173	0.566	0.497	0.000	1.000
AUD	180	0.256	0.437	0.000	1.000	173	0.191	0.394	0.000	1.000
FF	165	26.412	19.658	0.059	75.900	160	28.034	20.593	0.363	75.443
PART3	165	65.637	22.313	22.807	100.000	155	64.517	24.981	18.507	99.079
EST	165	0.224	0.418	0.000	1.000	155	0.316	0.466	0.000	1.000
INST	151	0.444	0.498	0.000	1.000	144	0.417	0.495	0.000	1.000
FISICA	165	0.436	0.497	0.000	1.000	155	0.477	0.501	0.000	1.000
FCI	180	-0.042	0.061	-0.204	0.112	178	-0.038	0.069	-0.208	0.191
IMOB	180	0.006	0.037	-0.099	0.124	178	0.005	0.040	-0.116	0.144
END	180	0.541	0.247	0.033	1.032	180	0.514	0.260	0.085	1.153
END_CP	180	0.223	0.131	0.023	0.570	180	0.235	0.135	0.022	0.582
END_LP	180	0.316	0.196	0.012	0.767	180	0.439	1.517	0.012	14.777
PAYOUT	180	0.361	0.840	-1.220	3.627	175	0.334	0.717	-1.723	2.741
DY	167	0.029	0.043	0.000	0.162	167	0.028	0.042	0.000	0.174
ROE	180	-0.039	0.344	-1.326	0.435	180	0.027	0.376	-1.326	0.818
ROA	180	0.895	8.740	-21.100	17.368	177	2.601	9.885	-23.173	18.485
QTOBIN	172	1.281	0.659	0.480	3.157	172	1.902	1.379	0.480	6.275
MTB	172	1.824	1.586	0.289	6.937	172	2.528	2.419	-1.530	8.878
LNAT	180	21.497	2.181	17.406	26.568	180	20.981	1.865	17.315	24.826

A Tabela 05 apresenta os resultados para os testes de diferença entre médias e proporções, comparando as empresas do Novo Mercado (SEG=1) com as empresas do segmento tradicional (SEG=0). Comparando as duas amostras, observa-se que as empresas do Novo Mercado selecionadas pelo PSM de modo geral tiveram maior aderência às regras do segmento superior. A única exceção foi a variável AUD, que teve maior aderência na amostra manual. Além disso, a variável VED_AC apresentou resultado diferente do esperado na amostra selecionada manualmente, tendo maior aderência no segmento tradicional.

Ou seja, a amostra selecionada por meio do PSM apresentou comportamento mais consistente com o que era esperado, pois, uma vez que essas variáveis são exigências regulatórias do segmento de listagem, a expectativa era que mais empresas desse segmento as cumprissem.

Tabela 05 – Testes de diferença entre médias e proporções

Amostra 1 - Seleção Manual						Amostra 2 - Propensity Score Matching						
SEG = 1		SEG = 0				SEG = 1		SEG = 0				
N		Média		N		Média		N		Média		
Variáveis Qualitativas						Estat. z Sig.						
FF_MIN	79	0.675	86	0.410	10.967	***	68	0.794	86	0.407	23.333	***
COMP	90	0.726	90	0.238	40.075	***	76	0.776	89	0.213	52.099	***
VED_AC	90	0.845	90	0.905	1.3605		75	1.000	79	0.772	19.35	***
TAG_D	90	0.548	90	0.464	1.1668		76	0.934	86	0.198	88.207	***
AUD	90	0.345	90	0.131	10.631	***	76	0.276	89	0.112	7.2223	***
EST	82	0.187	83	0.256	1.076		65	0.415	85	0.224	6.3765	**
INST	66	0.303	74	0.581	10.897	***	61	0.541	78	0.333	6.0417	**
FISICA	83	0.480	82	0.359	2.3016		65	0.646	85	0.365	11.679	***
Variáveis Quantitativas						Estat. t Sig.						
FF	79	32.849	86	18.928	-4.758	***	68	38.970	86	19.372	-6.4599	***
PART3	82	58.146	83	73.250	4.479	***	65	48.130	85	76.480	8.237	***
FCI	90	-0.038	90	-0.045	-0.742		76	-0.042	87	-0.032	1.4727	
IMOB	90	0.002	90	0.010	1.306		76	0.008	87	-0.002	-1.5722	
END	90	0.556	90	0.520	-0.917		76	0.475	89	0.534	1.886	*
END_CP	90	0.231	90	0.208	-1.137		76	0.237	89	0.223	0.8587	
END_LP	90	0.325	90	0.308	-0.566		76	0.237	89	0.635	1.7457	*
PAYOUT	90	0.226	90	0.518	2.213	**	76	0.304	89	0.397	1.0107	
DY	81	0.022	86	0.037	2.172	**	76	0.021	85	0.035	0.94343	
ROE	90	-0.073	90	0.007	1.504		76	0.050	89	0.004	0.96083	
ROA	90	-1.282	90	3.304	3.439	***	76	3.462	89	1.961	-0.44468	
QTOBIN	86	1.156	86	1.453	2.853	***	76	1.966	89	1.890	1.5198	
MTB	86	1.690	86	2.072	1.497		76	2.842	89	2.330	-1.442	
LNAT	90	21.464	90	21.516	0.152		76	21.299	89	20.597	-2.7223	***

Note:

* $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$

Em relação aos teste de diferença entre proporções, três das cinco variáveis de exigências do Novo Mercado foram estatisticamente significantes a 1% em ambas as amostras: FF_MIN, COMP e AUD. Já as variáveis VED_AC e TAG_D apenas tiveram significância estatística na amostra do PSM, também a 1%.

Como já observado anteriormente, a exigência de não acumulação de cargos (VED_AC) é cumprida pela maioria das empresas e observada como tendência na literatura (Andrade et al., 2009). Mesmo assim, houve diferença estatisticamente significativa entre a proporção de empresas que cumprem esse pré-requisito no Novo Mercado e no segmento tradicional na amostra do PSM. Por outro lado, ao observar a regra de 100% de Tag Along (TAG_D), percebe-se que as proporções foram muito diferentes nas duas amostras, tendo proporções próximas a

50% nos dois grupos para a amostra manual, enquanto na amostra do PSM houve adesão de 93,4% no Novo Mercado e apenas 19,8% no segmento tradicional. Considerando que essa foi uma exigência do Novo Mercado por todo o período da amostra, mais uma vez a amostra do PSM mostrou maior consistência com o que se esperava.

Segundo Gorga (2008), a adesão das empresas aos segmentos especiais de listagem de governança no Brasil foi um dos principais motivos para a diminuir a concentração de ações por parte dos acionistas controladores. Esse argumento explica o comportamento das variáveis de free float (FF), tanto para a regra do Novo Mercado, quanto para a diferença média do free float entre os segmentos. Ambas as variáveis apresentaram diferenças estatisticamente significantes a 1% entre as duas amostras. Isso evidencia que os acionistas minoritários tiveram maior participação nas empresas do Novo Mercado, e também que nesse segmento a proporção de empresas que obedecem à regra do free float mínimo foi maior. Outro resultado consistente foi o da variável que representa a concentração de propriedade pelos 3 maiores acionistas (PART3), que apresentou média menor no Novo Mercado em relação ao segmento tradicional, sendo significativa em ambas as amostras a 1%. Essas evidências indicam que um possível impeditivo para a migração pode ser a apreensão de perder o controle, por parte dos maiores acionistas das empresas.

Outras variáveis de estrutura de propriedade também apresentaram diferenças estatisticamente significantes. Novamente, a amostra selecionada pelo PSM apresentou significância estatística para todas elas, enquanto a amostra selecionada manualmente teve resultado significativo para apenas algumas (INST, FF e PART3).. Como já observado anteriormente, a estrutura de propriedade é determinante nos conflitos de agência e nível de governança corporativa (Jensen & Meckling, 1976; La Porta et al., 2000). Ou seja, a expectativa era que essas variáveis pudessem representar possíveis impeditivos, já que o segmento superior de governança tenta reduzir problemas de agência e melhorar a governança.

Dessas, a variável que representa a existência de acionistas institucionais entre os 3 maiores acionistas (INST) apresentou resultado divergente entre as duas amostras, em ambas com significância estatística de 1%. Enquanto na amostra manual a proporção de empresas que possuem institucionais foi maior no segmento tradicional, na amostra do PSM a proporção foi superior no Novo Mercado. A literatura costuma apontar que os acionistas institucionais costumam melhorar o gerenciamento, poder de monitoramento e performance da empresa. Por outro lado, também apontam desvantagens em relação à busca de resultados em curto prazo e visão da empresa como gestores de portfólio e não proprietários (Bushee, 1998; Ferri & Soares, 2009; Gillan & Starks, 2000). Portanto, ambos os resultados são aceitáveis do ponto de vista teórico, entretanto, o o resultado de maior participação de investidores no Novo Mercado é mais convergente com os demais resultados dessa pesquisa. Isso porque o aumento do poder de monitoramento faz com que a qualidade da governança corporativa seja maior, e também pelo fato da literatura encontrar que as empresas nos segmentos diferenciados de governança tem maior valor e desempenho (Carvalho da Silva & Leal, 2005; Procianny & Verdi, 2009), sendo um possível atrativo para esses investidores.

Por fim, observa-se que os resultados das variáveis econômico-financeiras apresentaram resultados bastante diferentes nas amostras. Contudo, dado que os métodos para seleção da amostra pelo PSM utilizou tais variáveis para encontrar empresas comparáveis, esse resultado já era esperado. Na primeira amostra, selecionada manualmente, as variáveis relacionadas a dividendos (DY e PAYOUT) foram estatisticamente significantes a 5%, porém apresentando maior Payout e Dividend Yield no segmento tradicional. Igualmente, variáveis de desempenho ROA e QTOBIN tiveram média menor no Novo Mercado. Ambos resultados contrariam os

resultados esperados com base na teoria, assim como resultados de outras pesquisas (Carvalho da Silva & Leal, 2005; La Porta et al., 2000; Procianny & Verdi, 2009).

De maneira diferente, os resultados da amostra selecionada pelo PSM encontrou significância estatística apenas a 10% para variáveis de endividamento (END e END_LP), apontando para endividamento maior no segmento tradicional. Além dessas, as empresas do Novo Mercado tiveram média de tamanho (LNAT) maior e estatisticamente significantes a 1%, convergindo com resultados de estudos anteriores (Procianny & Verdi, 2009).

A Tabela 06 mostra os resultados para as análises multivariadas através de regressões logit, feitas para analisar as relações entre as variáveis explicativas e a probabilidade das empresas estarem listadas ou não no Novo Mercado. Com isso espera-se ir além das diferenças de médias e proporções entre os segmentos, e identificar possíveis fatores impeditivos à migração com base na análise de regressões.

Tabela 06 – Regressões Logit

	<i>Variável Dependente:</i>	
	(Seleção Manual)	SEG (Propensity Score Matching)
FF_MIN	1.326	-3.617*
COMP	2.233***	0.935
VED_AC	-2.093*	352.084
TAG_D	-0.006	6.801***
AUD	3.138***	2.665
FF	0.048	-0.00002
PART3	-0.012	-0.172**
EST	-0.431	4.074*
INST	-2.431***	-1.817
FISICA	-0.005	-0.308
FCI	2.673	-4.090
IMOB	1.230	-16.267
END	-45.553	-34.988
END_CP	46.235	18.426
END_LP	41.909	26.543
PAYOUT	-0.003	-0.829
DY	-2.139	2.497
ROE	3.537	-4.258
ROA	-0.208**	0.072
QTOBIN	-2.302*	-1.623
MTB	0.866	0.519
LNAT	0.024	0.512
Constant	2.222	-347.304
Observações	129	121
Log Likelihood	-40.334	-22.014
Akaike Inf. Crit.	126.668	90.029
Pseudo R2 de McFadden	0.6536	0.8066

Nota:

* $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$

Diferentemente dos resultados dos testes entre diferenças, entretanto, nas regressões logit poucas variáveis apresentaram estatísticas significantes. Algumas variáveis de exigência inclusive apresentaram sinais negativos, ou seja, inversos ao esperado. É o caso da exigência de free float mínimo (FF_MIN) na amostra do PSM e a vedação à acumulação de cargos (VED_AC) na amostra manual, mesmo que estatisticamente significantes apenas a 10%.

Analisando apenas a regressão feita com os dados selecionados de forma manual, as regras de percentual mínimo de membros independentes no conselho de administração (COMP), ea existência do conselho de auditoria (AUD) foram significativas a 1%, ambas com sinal positivo. Ou seja, para essas empresas, o cumprimento de tais exigências foram importantes para aumentar as chances de estarem listadas no Novo Mercado. Esses resultados são consistentes com os de Black, Carvalho & Gorga (2009), que encontram que a independência do conselho costuma ser um dos pontos fracos nas empresas brasileiras, e que poucas delas possuem comitê de auditoria. Já analisando a amostra do PSM apenas a regra do Tag Along de 100% (TAG_D) foi estatisticamente significativa a 1%, também com sinal positivo. Apesar de tais resultados apontarem para possíveis impeditivos, a divergência entre as duas amostras, tanto em significância estatística quanto em sinal, levantam dúvidas.

Já as variáveis de estrutura de propriedade, apenas a presença de investidores institucionais entre os principais acionistas (INST) apresentou significância estatística na amostra manual. Seu sinal foi negativo, apontando que a presença de tais investidores dificultam a chance entrada da empresa no Novo Mercado. Esse resultado contraria a ideia de que a presença de tais investidores aumentam o nível de governança por conta do maior capacidade de monitoramento (Ferri & Soares, 2009).

Por fim, na amostra selecionada por meio do PSM, a concentração de propriedade entre os 3 maiores acionistas (PART3) mostrou-se uma variável importante como possível impeditivo para a migração. Com sinal negativo e significância estatística de 5%, consistentemente com as análises exploratórias anteriormente feitas, as empresas com maior concentração de propriedade tiveram menor probabilidade de passarem a serem listadas no Novo Mercado.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo analisou as empresas que estão listadas no segmento tradicional de governança corporativa e já cumprem um dos principais pré-requisitos do Novo Mercado, qual seja, possuir apenas ações com direito a voto. O objetivo da listagem em segmentos diferenciados de governança é sinalizar aos investidores, por meio desses segmentos, quais empresas possuem melhores mecanismos para proteção aos acionistas minoritários (Gonzalo & Silva, 2009; Esqueda & O'Connor, 2020). Além disso, a literatura evidencia que a presença das empresas em tais segmentos traz benefícios à elas, como maior liquidez de suas ações, valorização de seus ativos e desempenho superiores (Carvalho da Silva & Leal, 2005; Procianny & Verdi, 2009). Entendendo que existem tais vantagens, e que o cumprimento da exigência de um padrão de estrutura de propriedade em uma ação-voto costuma ter resistência por parte dos acionistas controladores (Burkart & Lee, 2007), esse estudo buscou entender quais são os impeditivos para tais empresas fazerem a mudança para o Novo Mercado.

Para isso foram selecionadas 18 empresas que estão no segmento tradicional e já cumprem a regra de possuírem apenas ações ON, já excluindo empresas com características que poderiam trazer vies à análise. Além dessas foram escolhidas 18 empresas comparáveis que já estão no Novo Mercado, de duas formas, compondo duas amostras diferentes, uma

selecionada manualmente e outra por meio do PSM. Com essas amostras foram analisadas estatísticas descritivas, testes de diferenças entre médias e proporções e também regressões logit para identificar possíveis relações entre essas variáveis e a listagem no Novo Mercado. Foram utilizadas variáveis que representam outras exigências do segmento superior de governança, características da estrutura de propriedade e aspectos econômico-financeiros para tentar identificar possíveis fatores impeditivos.

Os resultados apontaram que a exigência de vedação de acumulação de cargos para o presidente do conselho de administração já é cumprida por grande parte das empresas, não se caracterizando como fator impeditivo. Por outro lado, a existência de comitê de auditoria foi cumprida por uma parte pequena das empresas, inclusive no Novo Mercado. A explicação para isso está no fato de essa ser uma regra nova, que passou a ter vigência a partir de 2018. Além dessas características, a amostra mostrou que as empresas possuem estrutura de propriedade com alta concentração, com os 3 maiores acionistas detendo em média 65% do capital das empresas nas duas amostras.

A concentração de propriedade foi observada importante também nos testes de diferença entre médias, apontando que as empresas do segmento tradicional possuem maior concentração entre os 3 maiores acionistas. Além disso, o free float foi maior no Novo Mercado, mostrando que os acionistas minoritários possuem maior participação nesse segmento. Tais resultados corroboram com a ideia de que os acionistas controladores podem ter resistência à mudança, afim de não abrirem mão de tamanho controle. Isso foi observado também na regressão logit da amostra selecionada pelo PSM, na qual a variável PART3 apresentou-se estatisticamente significativa e com sinal negativo. Ou seja, quanto maior a concentração de propriedade, menor a chance de listagem no Novo Mercado.

Outras variáveis também apresentaram significância estatística nas regressões logit, como as exigências de existência de conselheiros independentes no conselho de administração, a existência de comitê de auditoria, e a exigência de 100% de tag along. Tais variáveis apresentaram sinal positivo, possivelmente sendo impeditivos à migração. Além dessas, a presença de investidores institucionais entre os principais acionistas teve resultado estatisticamente significativo e com sinal negativo. Esse resultado, entretanto, contraria a expectativa de que tais investidores aumentem o nível de governança da empresa.

De modo geral, entre as regras do Novo Mercado, os resultados encontrados nesse estudo apontam como impeditivos relevantes para a migração a regra de independência do conselho de administração, a necessidade de constituir comitê de auditoria e a necessidade de oferecer tag along de 100% em suas ações. Além disso, aspectos da estrutura de propriedade também parecem influenciar nessa decisão, uma vez que empresas com estruturas mais concentradas acabam aderindo menos ao segmento superior. Outro aspecto foi o tamanho das empresas, observou-se que as empresas no Novo Mercado são em média maiores que no segmento tradicional.

Esses resultados ajudam a entender quais são as características que estão influenciando a adesão ao Novo Mercado, onde espera-se que haja maior nível de governança corporativa. Neste sentido, essa pesquisa contribui para o debate sobre os segmentos diferenciados de governança, oferecendo informações importantes aos reguladores e acionistas sobre possíveis dificuldades à adesão e potenciais conflitos de interesse que possam estar por trás dessa decisão.

A pesquisa teve como limitações a impossibilidade de acessar outras exigências do Novo Mercado e também características de estrutura de propriedade. Além disso, por conta do número limitado de empresas, a amostra foi reduzida e o número de observações é pequeno, podendo haver viés de seleção. Para tentar evitar isso, foi usado o PSM a fim de obter melhores

empresas comparáveis e trabalhar com duas amostras. Como oportunidade para pesquisas futuras estão o uso de variáveis para identificar informações como acordo de acionistas, estruturas indiretas de propriedades e outras modelagens quantitativas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aldrighi, D. M., Postali, F. A. S., & Diaz, M. D. M. (2018). Corporate Governance and Pyramidal Ownership: The Role of Novo Mercado. *Brazilian Review of Finance*, 16(1), 5. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v16n1.2018.72020>
- Almeida, H. V., & Wolfenzon, D. (2006). A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. *The Journal of Finance*, 2637–2680.
- Andrade, L. P. D. (2009). GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO COM O VALOR DE MERCADO E DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS. *REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO MACKENZIE*, 10(4), 28.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1984). *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Abril Cultural.
- Bernard S., B., & Vikramaditya S., K. (2007). Can Corporate Governance Reforms Increase Firm Market Values? Event Study Evidence from India. *Journal of Empirical Legal Studies*, 4(4), 749–796. <https://doi.org/10.1111/j.1740-1461.2007.00106.x>
- Black, B. S., Carvalho, A. G. de, & Gorga, E. (2009). *The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*. 7(4), 44.
- Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2014). Dual-Class Unifications and Corporate Governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 89–108. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.06.003>
- Bortolon, P. M., Silva, L. S., & Barros, L. A. B. de C. (2019). Activism and the request for establishment of the fiscal council: Influence of monitoring, performance and ownership structure. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 22(2), 261–279. https://doi.org/10.21714/1984-3925_2019v22n2a7
- Burkart, & Lee. (2008). One Share - One Vote: The Theory. *Review of Finance*, 12(1), 1–49. <https://doi.org/10.1093/rof/rfm035>
- Burkart, M. C., & Lee, S. (2007). The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.987486>
- Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *American Accounting Association*, 73(3), 305–333.
- Carvalho da Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Índice de Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Firma no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1–18.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Clayton, M. J., & Jorgensen, B. N. (2005). Optimal Cross Holding with Externalities and Strategic Interactions. *The Journal of Business*, 78(4), 1505–1522. JSTOR. <https://doi.org/10.1086/430867>

- Ding, X. (Sara), Ni, Y., & Zhong, L. (2016). Free float and market liquidity around the world. *Journal of Empirical Finance*, 38, 236–257. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2016.07.002>
- Dittmann, I., & Ulbricht, N. (2007). Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications. *European Financial Management*, 14(1), 163–196. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00388.x>
- Donaggio, A. R. F. (2017). (How) Does Self-Regulation Work? Evidence from Brazilian Corporate Governance Listing Segments (SSRN Scholarly Paper ID 3198201). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=3198201>
- Esqueda, O. A., & O'Connor, T. (2020). Corporate governance and life cycles in emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 51, 101077. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101077>
- Ferri, M. da S., & Soares, R. O. (2009). Investidores Institucionais e o Foco no Curto Prazo: Um Estudo nas Empresas Negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 20(4), 15–30.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 31.
- Gonzalo, C. A., & Silva, A. C. (2009). Brazil's Experiment with Corporate Governance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(1), 34–44. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2009.00214.x>
- Gorga, E. (2008). *Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries* (SSRN Scholarly Paper ID 1121037). Social Science Research Network. <http://papers.ssrn.com/abstract=1121037>
- Gorga, E. (2009). Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 29(2), 106.
- Ho, D. E., Imai, K., King, G., & Stuart, E. A. (2011). MatchIt: Nonparametric Preprocessing for Parametric Causal Inference. *Journal of Statistical Software*, 42(8). <https://doi.org/10.18637/jss.v042.i08>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Leal, R. P. C., Silva, A. L. C. da, & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7–18. <https://doi.org/10.1590/S1415-6552002000100002>
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91. <https://doi.org/10.2307/2672910>

- Linciano, N. (2003). *Non-Voting Shares and the Value of Control: The Impact of Corporate Regulation in Italy*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=410191
- Luca, M. M. M. D., Martins, L. C., Maia, A. B. G. R., & Coelho, A. C. D. (2010). Os Mecanismos de Auditoria Evidenciados pelas Empresas Listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e no Novo Mercado da Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(1), 101–130.
- Maury, B., & Pajuste, A. (2011). Private Benefits of Control and Dual-Class Share Unifications. *Managerial and Decision Economics*, 32(6), 355–369. <https://doi.org/10.1002/mde.1538>
- Morck, R. K., Stangeland, D. A., & Yeung, B. (1998). *Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease* (Working Paper N° 6814). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w6814>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). *Alternative Mechanisms for Corporate Control* (Working Paper N° 2532). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w2532>
- Muus, C. (1998). *Non-voting shares in France: An empirical analysis of the voting premium* (Working Paper N° 22). Working Paper Series: Finance & Accounting. <https://www.econstor.eu/handle/10419/76962>
- Olmos, A., & Govindasamy, P. (2015). *Propensity Scores: A Practical Introduction Using R / Journal of MultiDisciplinary Evaluation*. http://journals.sfu.ca/jmde/index.php/jmde_1/article/view/431
- Procianoy, J. L., & Verdi, R. S. (2009). *Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Consequências*. 7(1), 30.
- Saito, R. (2003). Determinants of the Differential Pricing between Voting and Non-Voting Shares in Brazil'. *Brazilian Review of Econometrics*, 23(1), 77–109. <https://doi.org/10.12660/bre.v23n12003.2732>
- Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K., & Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting*, 28(1), 168–178. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2011.12.001>
- Shipman, J. E., Swanquist, Q. T., & Whited, R. L. (2017). Propensity Score Matching in Accounting Research. *The Accounting Review*, 92(1), 213–244. <https://doi.org/10.2308/accr-51449>
- Silveira, A. D. M. da, Lanzana, A. P., & Famá, L. A. B. de C. B. e R. (2004). Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(4). http://200.232.30.99/busca/artigo.asp?num_artigo=1139
- Silveira, A. D. M. da, Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. de C. (2008). Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: Evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763–788. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000300008>
- Soares, J. M., & Marcon, R. (2019). MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA E A PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DE ESTRANGEIROS: UMA ANÁLISE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 3, 14.
- Stulz, René M. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25–54. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6)



XX USP International Conference in Accounting

"Accounting as a Governance mechanism"

São Paulo, 29 a 31 de Julho de 2020

Vilhena, F. A. C. de, & Camargos, M. A. (2015). GOVERNANÇA CORPORATIVA, CRIAÇÃO DE VALOR E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO: EVIDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO COM DADOS EM PAINEL, 2005-2011. *REGE Revista de Gestão*, 22(1), 77–96.

Wickboldt, L. A., & Alencar, J. B. (2018). *UM ESTUDO SOBRE AS MUDANÇAS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA B3 A PARTIR DE 2018*.

<http://revista.domalberto.edu.br/index.php/revistadecontabilidadefda/article/view/269>