

IMPACTO DE MIGRAÇÕES NOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA RELEVÂNCIA DO LUCRO NO BRASIL**Pedro Cosentino Delvizio***Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro***Marcelo Alvaro da Silva Macedo***Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro***RESUMO**

Nesse sentido, o presente artigo tem por objetivo analisar o impacto de migrações nos níveis de governança corporativa da B3 – Brasil Bolsa Balcão, no sentido de melhoria das práticas de governança corporativa, na relevância do lucro de empresas não financeiras de capital aberto no Brasil no período de 2010 a 2018. Para tanto utilizou-se o modelo proposto por Collins, Maydew e Weiss (1997) com base no estudo de Ohlson (1995) para analisar a relevância da informação contábil, com foco no lucro e no patrimônio líquido. Para analisar as mudanças nos níveis de governanças corporativa das empresas no B3 foram criadas *dummies* para empresas que entraram no novo mercado (D_{NM}), para empresas que entraram nos níveis diferenciados de governança corporativas (D_{NDGC}) e para empresas que subiram pelo menos dois níveis (D_{+2NDGC}). Os resultados mostraram que em todos os casos as *dummies* multiplicativas (com interação com o lucro) foram significativas e com coeficientes positivos, ou seja, que no momento em que as empresas mudam seu nível de governança há um incremento da relevância do lucro. Isso mostra que a governança corporativa é vista pelo mercado como um sinalizador de melhoria das informações contábeis.

Palavras-Chave: Qualidade das Informações Contábeis; Relevância do lucro; Níveis de Governança Corporativa.

1. INTRODUÇÃO

A governança corporativa surgiu com o propósito de criar práticas dentro de uma organização para tornar o processo de tomada de decisão eficiente e reduzir os conflitos de agência (Carvalho, 2002). Tal instrumento possui uma relação muito próxima com o desenvolvimento do capitalismo devido a este compreender o sistema econômico baseado na produção e alocação de capital, enquanto ela, como ferramenta, busca eficiência na gestão do capital (Duarte, 2011).

Para Silveira (2002), uma das características da governança corporativa no Brasil é o alto índice de emissão de ações preferenciais permitindo que os acionistas majoritários mantenham o controle com pouca participação no capital, o que pode influenciar, de certo modo, a qualidade da informação contábil por conta da potencialização da assimetria informacional. Conforme Moura, Franz e Cunha (2015) comentam a adesão aos níveis de governança visa a reduzir a assimetria da informação entre investidores e empresa, através do aumento da transparência.

Nesse sentido, os níveis diferenciados de governança corporativa foram introduzidos na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) em 2001 com o intuito de reconhecer a melhoraria da transparência das empresas de capital aberto, visando a redução da assimetria de informações entre os acionistas majoritários e os pequenos investidores (Silva, Nardi & Pimenta Junior, 2012). Tal adesão ocorre de forma voluntária pelas empresas listadas, gerando, conforme mencionam Silva, Nardi, Martins e Barossi Filho (2016) um aumento na liquidez das ações

como consequência do aumento da procura pelas ações por parte dos investidores. Assim, Moura *et. al.* (2015) apontam que ao continuar se comprometendo, voluntariamente, com a adoção de práticas adicionais de governança corporativa, podem ampliar o direito dos acionistas e melhorar a qualidade da informação contábil.

O surgimento dos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil trouxe uma melhora na relação entre as empresas listadas na B3 e os investidores. Os segmentos de listagem dos níveis de governança corporativa são definidos pela Brasil Bolsa e Balcão (B3, 2018) em quatro níveis para as empresas com capital aberto (Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Cada nível desse segmento de listagem possui um incremento de boas práticas de governança corporativa em relação ao nível anterior, com o intuito de tornar o mercado acionário mais dinâmico e mais transparente.

A contabilidade tem um papel importante como veículo informacional para o processo de tomada de decisão e para o contínuo funcionamento dinâmico do mercado acionário. Devido a isso, diversos estudos se dedicam a medir a relevância da informação contábil (Lopes, 2001; e Almeida, 2010). A informação contábil relevante tem capacidade para afetar o processo de tomada de decisão dos usuários dessa informação e, por conseguinte, atreladas a mecanismos de governança corporativa, tem potencial para afetar o crescimento econômico de uma região (Bushman & Smith, 2001). Tal fato aumenta a liquidez das ações fazendo com que a informação contábil se torne mais relevante, conforme observaram Delvizio, Macedo, Queiroz e Lopes (2020).

Diversas pesquisas sugerem uma relação positiva entre a qualidade da informação contábil e as boas práticas de governança corporativa (Sarlo Neto, 2009; Brugni, Sarlo Neto, Bortolon & Góes, 2012; e Besarria *et. al.*, 2015). Essa relação entre a relevância da informação contábil e as boas práticas de governança corporativa propostas pelo IBGC (2009) buscam melhorar a relação entre os participantes do mercado reduzindo a assimetria de informação, por meio da transparência, *compliance*, além de outros quesitos, o que levaria consequentemente, a uma melhora na qualidade da informação contábil divulgada para o mercado.

Perante o exposto e considerando as migrações no sentido de melhoria das práticas de governança corporativa, tem-se o seguinte questionamento: **a relevância da informação contábil aumenta com o advento das migrações dos níveis de governança corporativa das empresas de capital aberto no Brasil?** Para responder a essa questão, o objetivo desta pesquisa consiste em analisar o impacto de mudanças nos níveis de governança corporativa da B3 na relevância do lucro de empresas não financeiras de capital aberto no Brasil no período de 2010 a 2018.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Níveis de Governança Corporativa

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009), a governança corporativa “é um sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle”, cujas boas práticas possuem a “finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.” No Brasil, as boas práticas de governança são regidas por princípios como transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (IBGC, 2009), sendo retratados através dos níveis diferenciados de governança corporativa, que segundo Duarte (2011), foi incentivado a adoção desses níveis diferenciados pela necessidade das companhias de obterem recursos a preços competitivos, atraindo, dessa forma, diversos tipos de investidores.

Os níveis de governança corporativa, denominados pela B3 (2018) como segmento de listagem, são compostos de seis níveis: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os dois primeiros níveis estão presentes nas empresas que negociam seus títulos no mercado de balcão organizado, enquanto que os quatro níveis posteriores foram elaborados para as empresas que possuem ações no mercado à vista. Cada nível possui obrigações a serem cumpridas pelas empresas que desejam aderir a eles, sendo cumulativas essas obrigações em caso de uma migração para um nível superior ao atual. A adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) gera alguns benefícios exemplificados por Carvalho (2002), como maior facilidade para obtenção de recursos, liquidez dos títulos, redução no custo de capital e troca de controle acionário. Abaixo seguem a descrição das principais características dos níveis de governança corporativa definido pela B3 (2018):

- As obrigações referentes ao nível Tradicional exigem que as empresas emitam ações preferenciais (PN) e ordinárias (ON). Além disso, exige que o conselho de administração possua no mínimo três membros e em caso de alienação do controle da companhia um *tag along* de 80% para as ações ordinárias dos acionistas minoritários.
- As empresas listadas no Nível 1 devem cumprir com os requisitos do segmento Tradicional, além de ter um *free float* de 25% das ações. Esse nível de governança também deve prever dispersão acionária nas ofertas públicas de distribuição de ações, mandatos de até dois anos para os membros do conselho de administração, sendo vedado o presidente do conselho e o diretor presidente serem a mesma pessoa. Ainda devem ter reunião pública anual obrigatória e divulgação de informação adicional de acordo com a política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.
- Quanto as empresas que estão listadas no Nível 2, são necessários os requisitos do Nível 1, além dos seguintes requisitos: limitação de voto inferior a 5% do capital para vedação a disposições estatutárias, quórum qualificado e "cláusulas pétreas". Pelo menos 20% do conselho de administração deve ser independente, o conselho de administração tem a obrigação de se manifestar sobre qualquer oferta pública de aquisição de emissão de ações da companhia, devendo ela ser, no mínimo, pelo valor econômico em caso de registro ou saída do segmento de listagem, exceto se for para o segmento Novo Mercado. O *tag along* deve ser de 100% tanto para as ações ordinárias como para as preferenciais, e adesão obrigatória à Câmara de Arbitragem do Mercado.
- Em relação às empresas que fazem parte do segmento de listagem Novo Mercado, as obrigações compreendem, além daquelas requisitadas pelo Nível 2, a emissão apenas de ações ordinárias, a divulgação das informações em inglês simultaneamente com as divulgadas em português. As informações sobre proventos e *press release* de resultados devem ser divulgados em fatos relevantes, reunião pública anual até cinco dias úteis após a divulgação das informações, o processo de divulgação adicional de informações deve seguir com os regimentos do conselho de administração e do conselho fiscal, quando instalado o código de conduta, *tag along* de 100% para as ações ordinárias. Em caso de saída do segmento a empresa deve realizar uma Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) mensurado a valor justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação e é obrigatória a criação do comitê de auditoria, auditoria interna e *compliance*.

Para Correia, Silva e Martins (2015), as empresas que estão listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa apresentaram uma melhor qualidade de governança

corporativa, evidenciando um amadurecimento do mercado acionário brasileiro devido à pulverização das ações com direito a voto. Com o intuito de entender a evolução do valor de mercado das empresas, Villa (2009) percebeu que a adição das boas práticas de governança corporativa melhora o resultado das empresas. Porém isso não se configura como um requisito primordial, visto que o autor aponta ter encontrado casos de empresas que não estavam listadas nos níveis diferenciados e apresentou desempenho superior às listadas. Por outro lado, Almeida, Scalzer e Costa (2008) observaram que as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa tendem a ser mais conservadoras do que as empresas do mercado tradicional.

2.2 Relevância da Informação Contábil

A qualidade da informação contábil é medida através de variáveis cujo objetivo é gerar informação capaz de atender a maior quantidade possível de usuários, como por exemplo, investidores, fornecedores, funcionários, órgãos reguladores e governamentais (Almeida, 2010). A informação contábil precisa ser capaz de influenciar o usuário no processo de tomada de decisão, ou seja, deve ser útil. Medir a relevância da informação contábil é uma forma de entender essa utilidade, que de acordo com Lopes (2001), a relevância dos números contábeis é investigada através da capacidade da informação contábil afetar os preços das ações, no qual Kothari (2001) observou um aumento em pesquisas que envolvem informação contábil e precificação das ações por se acreditar que o mercado de capitais é ineficiente em termos informacionais. Além disso, os preços das ações, segundo o autor, podem levar anos para refletir as informações completamente disponíveis.

Os primeiros estudos sobre a relevância da informação contábil surgiram com os trabalhos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) que objetivaram estudar a utilidade dos lucros contábeis quanto ao seu conteúdo informacional e tempestividade. Além disso, Beaver (1968) buscou examinar um modelo de expectativas cujos investidores relacionam os lucros divulgados aos preços das ações. Lopes (2001) afirma que esses autores buscaram analisar a reação dos preços de mercado com a evidenciação dos lucros anormais, e o comportamento dos preços e volume de negócio próximo das datas de divulgação das informações contábeis, respectivamente.

A fim de explicar o comportamento dos preços em relação as informações contábeis divulgadas, Ohlson (1995) propôs um modelo que visa analisar o valor de mercado (preço da ação) de uma empresa a partir de informações contábeis, se tornando um dos principais modelos dentro da literatura capaz de explicar o preço de determinada ação sob a ótica da informação contábil divulgada, e com isso avaliar se essa informação é relevante ou não. Alguns estudos que aplicaram este modelo perceberam que a relevância da informação contábil aumentou em detrimento do valor dos lucros devido ao aumento no tamanho médio das empresas e a valorização do ativo intangível ao longo do tempo (Collins *et. al.*, 1997). Com relação ao mercado de ações brasileiro, Lopes (2001) observou que no mercado de ações brasileiro, a informação contábil é relevante e ao contrário dos mercados mais desenvolvidos, o patrimônio possui um poder explicativo maior do que o resultado, sugerindo uma ligação entre a relevância da informação contábil e a estrutura da governança corporativa.

Analisando as empresas em ambiente competitivo, Almeida (2010) identificou que a alta competição não aumenta a relevância da informação contábil. Contudo, Queiroz e Almeida (2017) entendem que a existência de planos de compensação agressivos e custos políticos atrelados ao tamanho das empresas podem influenciar a relevância da informação contábil. Outro aspecto que foi investigado por Delvizio *et. al.* (2020), evidencia que a liquidez das ações tende a impactar positivamente a relevância da informação contábil.

2.3 Níveis de Governança e Informação Contábil

De acordo com Lopes (2001), a relevância da informação contábil não pode ser avaliada de forma completa sem considerar os mecanismos de governança corporativa. Tal assertiva pode ser observada com o estudo de Moura *et. al.* (2015) que concordam que a informação contábil pode ser mais relevante em empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e com o conselho de administração mais independente.

Segundo Sarlo Neto (2009), a concentração dos votos dos acionistas impacta de forma negativa a informatividade dos lucros contábeis. Contudo, ela é afetada positivamente através da independência do conselho de administração, porém quando o conselho possui mais de nove membros, a informatividade diminui (Holtz & Sarlo Neto, 2014). Ao comentarem sobre os seus resultados empíricos, Brugni *et. al.* (2012) sugerem que a governança corporativa torna-se importante para o valor de mercado das ações bem como para o seu desempenho financeiro no longo prazo. Os autores ainda apontam para evidências da estrutura de propriedade possuir um grande papel sobre o preço das ações no Brasil.

Lopes (2001) aponta para o fato da importância dos estudos empíricos relacionados aos problemas de governança corporativa, por não serem resolvidos naturalmente pelo mercado e pelo reconhecimento das funções da contabilidade, como reduzir a assimetria da informação, por exemplo.

Segundo Silva *et. al.* (2012), a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa não afeta o retorno das ações das empresas, indicando que tal evento não foi percebido pelo mercado como uma informação relevante. Para Aguiar, Corrar e Batistella (2004), as empresas que migraram para o Nível 1 de Governança Corporativa não apresentaram valorização significativa no preço médio de suas ações. Conforme explicam Clemente, Antonelli, Scherer e Cherubim (2014), por não serem conhecidos, os níveis de governança, pelo mercado, as boas práticas de governança corporativa estarão generalizadas nas empresas de maior liquidez, reduzindo o potencial de diferenciação e a repercussão das práticas de governança sobre o risco e o valor das ações. Porém, Beck, Kreuzberg, Junior e Krespi (2012) concluíram que as empresas que subiram o nível de governança corporativa, apresentaram uma tendência de apresentar um aumento no valor de mercado, na participação do capital próprio e na dispersão acionária.

Além disso, segundo Antunes e Costa (2007), as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa não tiveram melhoras nas métricas de qualidade da informação contábil se comparado com as empresas que não estão listadas neste segmento de listagem, observando que a adesão é motivada pelo aumento de liquidez das ações e não pela melhora das boas práticas governança corporativa, não trazendo informação nova para o mercado. O mesmo foi observado por Martins, Oliveira, Niyama e Diniz (2014) a respeito da relevância da informação contábil com relação da adesão das normas internacionais de contabilidade nas empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa. Por outro lado, Antunes, Teixeira, Costa e Nossa (2010) concluíram que a adesão das empresas aumenta a relevância das informações contábeis.

Os estudos de Besarria *et. al.* (2015) vão um pouco além, ao concluírem que a qualidade das informações divulgadas pelas empresas reduz o risco de investimento nas mesmas. Portanto, quanto maior o nível de governança corporativa menor o risco de investimento, sugerindo uma melhor qualidade nas informações divulgadas pelas empresas listadas no segmento do “Novo Mercado”, o que pode levar a um aumento da liquidez das ações e da relevância da informação contábil (Delvizio *et. al.*, 2020). Contudo, Silva *et. al.* (2016) não perceberam um aumento na liquidez das ações após a adesão das empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa, devido à legislação brasileira regular apenas a relação entre acionistas majoritários e minoritários.

Além disso, Almeida (2010) observou que as empresas que adotam práticas de governança corporativa em ambientes competitivos recebem um incentivo para que divulguem números contábeis de melhor qualidade, enquanto que Holtz e Sarlo Neto (2014) observaram que a independência do conselho de administração e a segregação dos cargos de presidente do conselho de administração e de diretor executivo melhoram a relevância da informação contábil. Por fim, Holtz, Vargas, Macedo & Bortolon (2013) encontraram evidências de relação entre o tamanho do conselho de administração e algumas variáveis contábil-financeiras.

Bushman e Smith (2001) acreditam que o uso da informação contábil-financeira nos mecanismos de governança corporativa potencializa a influência nas decisões de investimento e a produtividade das empresas e, por conseguinte, o crescimento econômico de uma região. Dentre esses mecanismos de governança corporativa, de acordo com Bushman, Chen, Engel e Smith (2004), a estrutura de propriedade, os incentivos baseados em ações e a reputação dos conselheiros externos variam inversamente com os ganhos (*earnings timeliness*). Além disso, a concentração de propriedade aumenta com a complexidade da empresa. Contudo, os autores comentam que o tamanho do conselho de administração não afeta os ganhos e a complexidade da firma (*firm complexity*) significativamente.

Nesse contexto, de estudos que mostram resultados distintos para a relação entre governanças corporativa e qualidade das informações contábeis é que se apresenta este estudo que busca analisar o impacto das migrações nos níveis de governança corporativa na relevância do lucro de empresas não financeiras de capital aberto no Brasil no período de 2010 a 2018. Assim, o propósito é contribuir com as discussões desse tema preenchendo a lacuna da análise do impacto na qualidade da informação contábil no momento da migração no nível de governança corporativa. A ideia é, portanto, verificar se incrementos de exigências de práticas de governança, representados, pela migração nos níveis de governança corporativa da B3, pode impactar positivamente a relevância do lucro.

2.4 Definição da Hipótese da Pesquisa

Baseado nas pesquisas apresentadas anteriormente, o presente estudo é motivado pela seguinte hipótese:

H₁: a relevância do lucro é afetada positivamente com a migração das empresas nos níveis de governança corporativa.

Essa hipótese foi construída a partir da observação de que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa atrelada às boas práticas de governança corporativa (IBGC, 2009), gera mais transparência na divulgação das informações contábeis, trazendo mais equidade entre os participantes do mercado. Logo, a informação contábil seria mais relevante. Essa hipótese pode ser sustentada com base nos estudos de Moura *et. al.* (2015), Brugni *et. al.* (2012) e Antunes *et. al.* (2010), que, respectivamente, afirmam que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa visa reduzir a assimetria de informação, que a governança corporativa é importante para o valor de mercado das ações e que a relevância do lucro é impactada positivamente por melhorias de práticas de governança, representadas pela adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa. Além disso, Almeida (2010) e Holtz e Sarlo Neto (2014) encontraram relação entre práticas de governança corporativa e a melhoria da qualidade das informações contábeis.

Porém, a rejeição da presente hipótese não pode ser completamente descartada, devido a questões da legislação brasileira (Silva *et. al.*, 2016) e por alguns estudos não perceberem melhoras na qualidade da informação contábil das empresas listadas após a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa (Antunes & Costa, 2007; e Martins *et. al.*, 2014).

3. METODOLOGIA

3.1 Amostra e Coleta de Dados

A população é composta pelas 224 empresas não financeiras de capital aberto na bolsa de valores de São Paulo (B3), dentro do período de 2010 até 2018.

A amostra considera, para as empresas que detiverem mais de um tipo de ação (ON e PN), a ação de maior liquidez, visto que Brugni *et. al.* (2012) comenta ser uma forma de eliminar duplicidade das observações. E assim como observado por Delvizio *et. al.* (2020), a liquidez afeta positivamente a relevância da informação contábil, foi feito, então, um corte de liquidez de 0,001, ou seja, restando apenas as ações mais líquidas, quando houve dois tipos de ações e com liquidez superior ao valor determinado.

A amostra foi constituída de forma não probabilística, onde foram excluídas (i) empresas com PL negativos, (ii) ações com liquidez inferior a 0,001, (iii) empresas com falta de dados em pelo menos três anos e (iv) empresas sem nenhum dado em um determinado período. Após as exclusões, a amostra final corresponde a 95 empresas, totalizando 823 observações. Para tornar o painel equilibrado, ou seja, com 855 observações (9 x 95) os dados faltantes foram completados pela média dos dois valores mais próximos ou quando eram dados do final ou do início do período foram substituídos pela informação mais próxima. É importante destacar que é necessário ter dados em painel para que as diferenças oriundas do momento da migração dos níveis de governança possam ser controladas pelas empresas e pelos anos.

As variáveis foram coletadas na base de dados Econômica da seguinte forma: a variável preço da ação (P_{it}) foi coletada no limite da data de divulgação das demonstrações contábeis, dia 31/03 entre os anos de 2011 e 2019. Para as variáveis lucro por ação (LPA_{it}) e patrimônio líquido por ação (PLA_{it}) foram coletados seus valores ajustados ao desmembramento e grupamento de ações na data de encerramento do exercício, ou seja, 31/12 do período 2010-2018.

Para desenvolver as variáveis *dummies* foi coletado, no site da B3, na seção produtos e serviços, a relação de todo segmento de listagem dos níveis de governança corporativa. Foram, então, coletados os dados para as *dummies* dentro do período amostral, de 2010 a 2018, para as mudanças de adesão e migração. A escolha desses dois tipos de mudança de segmento se deve por serem os únicos onde seria possível mapear dois níveis diferentes em caso de mudança. A partir daí, foram identificadas seis combinações de mudanças de níveis de governança corporativa: Tradicional para N1, Tradicional para N2, Tradicional para NM, N1 para N2, N1 para NM e N2 para NM.

Como dito anteriormente foram construídas três *dummies* com combinações dessas seis migrações identificadas: D_{NM} (Tradicional para NM, N1 para NM e N2 para NM); D_{NDGC} (Tradicional para N1, Tradicional para N2 e Tradicional para NM) e D_{+2NDGC} (Tradicional para N2, Tradicional para NM, N1 para NM e N2 para NM).

Assim a *dummy* D_{NM} assumiu valor 1 apenas no período em que a empresa migrou para o segmento do Novo Mercado. Já a *dummy* D_{NDGC} assumiu valor 1 apenas no período em que a empresa migrou para algum nível diferenciado de governanças corporativa. E por fim, a *dummy* D_{+2NDGC} assumiu valor 1 apenas no período em que a empresa teve uma migração de pelo menos dois níveis diferenciados de governança. A ideia nos três casos era controlar apenas migrações relevantes, deixando de fora apenas migrações de N1 para N2. Além disso, essa agregação das combinações possível foi necessária pela baixa ocorrência de migrações. Assim, a amostra apresentou quatro observações para D_{NM} , oito observações para D_{NDGC} e seis observações para D_{+2NDGC} .

3.2 Modelo Econométrico

O modelo a ser utilizado inicialmente é o de Collins *et. al.* (1997) com base no estudo de Ohlson (1995):

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde,

P_{it} = Preço de fechamento da ação em 31/03 do ano seguinte ao exercício analisado ajustado pelos dividendos, desdobramentos e grupamentos das ações da firma i no período t ;

LPA_{it} = Lucro Líquido por ação da firma i no período t ; e

PLA_{it} = Patrimônio Líquido por ação da firma i no período t .

A partir desse modelo, foram acrescentados variáveis *dummies* de migração de nível de governança corporativa entre os anos de 2010 e 2018 no qual 1 correspondia a mudança de nível no ano que foi identificado a mudança de segmento e 0 indicava que não havia mudança de segmento. Conforme indicado na seção anterior, foram consideradas três *dummies* agregando as seis combinações de mudança de segmento de governança corporativa identificadas. Para analisar o impacto das migrações do nível de governança corporativa sobre a relevância do lucro, cada uma das três *dummies* construídas foi interagida com o lucro por ação. Assim, um coeficiente com sinal positivo e significativo representa que a migração explica uma melhoria na relevância do lucro e, por conseguinte, a não rejeição da hipótese da presente pesquisa.

Apesar do foco ser apenas a relevância do lucro decidiu-se usar o modelo completo do estudo de Collins *et. al.* (1997), que inclui o PL como variável de controle na relação entre o preço e o lucro. Assim, tem-se a elaboração de três modelos distintos de análise apresentados a seguir.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \beta_3 LPA_{it} D_{NMit} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \beta_3 LPA_{it} D_{NDGcit} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \beta_3 LPA_{it} D_{+2NDGcit} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde,

D_{NMit} = variável *dummy* para o período em que a empresa migrou para o segmento Novo Mercado;

D_{NDGcit} = variável *dummy* para o período em que a empresa migrou para algum segmento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa;

$D_{+2NDGcit}$ = variável *dummy* para o período em que a empresa teve uma migração de pelo menos dois níveis diferenciados de governança;

A necessidade de criar diversas variáveis *dummies* se deve ao fato da necessidade de medir o acompanhamento da relevância do lucro junto ao processo de migração dos níveis de governança corporativa das empresas não financeiras listadas na B3, ou seja, se o nível de governança corporativa aumentar, a relevância do lucro deveria melhorar conforme a hipótese H_1 sugere.

3.3 Tratamento dos Dados

Os dados foram balanceados e dispostos em painel, conforme já destacado. Os dados foram analisados no software GRET. Todos os modelos foram rodados por efeitos fixos com correção de robustez, visto que esse era o melhor modelo após os testes para diagnóstico de painel (*Pooled* x EF - Teste de Chow, *Pooled* x EA - Teste LM de Breusch-Pagan e EF x EA - Teste de Hausman) e após os testes dos pressupostos (normalidade e homocedasticidade dos resíduos e colinearidade das variáveis independentes).

Para todos os casos percebeu-se que os resíduos não possuíam distribuição tendendo à normalidade. Porém, seguindo a sugestão de Brooks (2002), em virtude da quantidade de observações o pressuposto de normalidade pôde ser relaxado. Além disso, também para todos os casos obteve-se resíduos heterocedásticos. Assim, todas as regressões foram rodadas com erros padrão robustos. Por fim, em todos os modelos observou-se colinearidade com FIV inferior a 5, o que não representa um problema para a análise de regressão conforme destaca Fávero, Belfiore, Silva & Chan (2009).

Para tratamento de *outliers* os dados foram winsorizados à 5% e 95%. Todas as análises foram conduzidas considerando um nível de confiança de 5%.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A primeira etapa da análise foi fazer uma estatística descritiva das variáveis após o tratamento dos outliers. A Tabela 1 mostra os principais resultados dessa análise descritiva.

Tabela 1 – Análise Descritiva das Variáveis do Estudo

Variáveis	Média	Mediana	DP	Q1	Q3	Máximo	Mínimo
LPA	0,8395	0,7174	2,0090	0,1621	1,6830	4,9556	-4,3112
PLA	16,2819	9,9762	17,4847	5,1071	19,5514	70,2679	1,5794
Preço	16,8372	13,1974	13,8930	6,2846	23,3332	52,9157	1,9588

Fonte: Elaborado pelos autores

De maneira geral, os resultados para PLA e para Preço mostram que a amostra não possui grande dispersão, pois o DP fica em torno do valor da média. Além disso, os valores dos quartis para todas as variáveis mostram que 75% dos dados estão abaixo de média + 1DP e 75% estão acima de média - 1DP.

Em relação às *dummies* de migração do nível de governança corporativa, a Tabela 2 mostra o número de observações para cada uma das três *dummies* analisadas, divididas nas combinações de migração que as formam.

Tabela 2 – Quantidade de Observações para as *Dummies* utilizadas

Dummy	Combinações de Migração	Quantidade Observada por Tipo de Combinação	Quantidade Observada por Tipo de <i>Dummy</i>
D_{NM}	Tradicional para NM	2	4
	N1 para NM	2	
	N2 para NM	0	
D_{NDGC}	Tradicional para N1	4	8
	Tradicional para N2	2	
	Tradicional para NM	2	
D_{+2NDGC}	Tradicional para N2	2	6
	Tradicional para NM	2	
	N1 para NM	2	
	N2 para NM	0	

Fonte: Elaborado pelos autores

Como já destacado na metodologia, percebe-se um baixo número de migrações do nível de governança corporativa durante o período de análise na amostra estudada. Além desses casos estudados de forma agregada nas *dummies* D_{NM} , D_{NDGC} e D_{+2NDGC} houve apenas um caso de migração N1 para N2 que ficou de fora do estudo.

Partindo-se para análise de regressão com dados em painel, o primeiro passo foi a análise do modelo ideal entre *pooled*, efeito fixo e efeito aleatório. No Teste de Chow para definição entre os modelos *pooled* e de efeito fixo obteve-se um p-valor inferior ao nível de significância de 5%, levando a rejeição da hipótese nula de que o modelo *pooled* seria

indicado. Já no Teste LM de Breush-Pagan para definição entre os modelos *pooled* e de efeito aleatório obteve-se um p-valor também inferior ao nível de significância de 5%, levando novamente a rejeição da hipótese nula de que o modelo *pooled* seria indicado. Com base nestes dois testes iniciais pode-se desconsiderar o modelo *pooled* como uma alternativa de análise viável. O próximo passo foi a aplicação do Teste de Hausman para definição entre os modelos de efeitos fixo e aleatório. Nesse teste o p-valor encontrado também foi inferior ao nível de significância de 5%, levando nesse caso a rejeição da hipótese nula de que o modelo de efeito aleatório seria indicado. Assim sendo, chegou-se à indicação de que a melhor alternativa dada as características dos dados da amostra estudada seria a aplicação do modelo de efeito fixo. A Tabela 3 mostra os resultados para essa análise.

Tabela 3 – Resultados da Análise dos Modelos *Pooled*, Efeito Fixo e Efeito Aleatório

Teste	<i>Pooled</i> x EF Teste de Chow	<i>Pooled</i> x EA Teste LM de Breusch-Pagan	EF x EA Teste de Hausman
p-valor	1,93466e-043	1,78799e-076	0,000288791
Conclusão	Efeito Fixo	Efeito Aleatório	Efeito Fixo

Fonte: Elaborado pelos autores

Com base na indicação do uso de efeitos fixos rodou-se a regressão inicial de relevância do lucro, seguindo o modelo proposto por Collins *et. al.* (1997) com base no estudo de Ohlson (1995). A Tabela 4 mostra os resultados para essa análise preliminar de relevância do lucro.

Tabela 4 – Análise da Relevância do Lucro

Variável	coeficiente	erro padrão ^(a)	razão-t	p-valor
const	10,7991	1,1998	9,0010	2,45e-014 ***
LPA _{i,t}	0,9863	0,4526	2,1790	0,0318 **
PLPA _{it}	0,3200	0,0743	4,3040	4,11e-05 ***
R-quadrado LSDV = 0,584741		p-valor = P(F(2, 94) > 13,8447) = 5,37187e-006		
Teste de Normalidade (p-valor)		1,60509e-034		
Teste de Heterocedasticidade (p-valor)		< 0,0001		

(a) Erro padrão robusto à heterocedasticidade dos resíduos

Fonte: Elaborado pelos autores

Com base nos resultados da Tabela 4 pode-se perceber que as informações contábeis de lucro e patrimônio líquido são capazes de explicar cerca de 58% do comportamento dos preços das ações das empresas não financeiras de capital aberto no Brasil no período de 2010-2018. Além disso, o lucro se mostrou como uma informação relevante, visto que seu coeficiente foi positivo e significativo ao nível de 5% de significância. A variável PLA utilizada como controle para verificação da relevância do lucro no presente estudo também se mostrou com coeficiente significativo. Assim, tem-se resultados de acordo com o esperado e em consonância com outros estudos tais como Almeida (2010) e Delvizio *et. al.* (2020) que também encontraram lucros relevantes para o mercado brasileiro de capitais.

Por fim, tem-se na Tabela 5 a última parte da análise, que representa o foco do presente estudo. Tem-se, então, a análise do impacto das migrações dos níveis de governança na relevância do lucro. Conforme, já abordado na metodologia, a análise foi conduzida pela observação da significância do coeficiente de uma variável interativa entre cada uma das *dummies* de mudança dos níveis de governança corporativa e o lucro líquido por ação. A Tabela 5 está dividida em três painéis, sendo cada um deles representativo dos resultados de cada uma das *dummies* analisadas, seguindo o que foi apresentado nas equações 2, 3 e 4 na metodologia.

Em todos os painéis o lucro se apresenta como uma variável relevante, ou seja, com coeficiente com sinal positivo e significativo ao nível de 5% de significância. Em todos os casos, tem-se ainda nível geral de explicação na casa dos 58%. Assim, os resultados encontrados para o modelo original de relevância são mantidos para os modelos propostos no presente estudo.

Tabela 5 – Análise do Impacto das Migrações dos Níveis de Governança Corporativa

Painel A: Migração para o segmento Novo Mercado				
Variável	coeficiente	erro padrão ^(a)	razão-t	p-valor
const	10,7778	1,20000	8,981	2,69e-014 ***
LPA _{i,t}	0,978479	0,452685	2,161	0,0332 **
PLA _{it}	0,320565	0,0742892	4,315	3,94e-05 ***
D _{NM_{it}} * LPA _{it}	6,99878	3,18220	2,199	0,0303 **
R-quadrado LSDV = 0,585785		p-valor = P(F(3, 94) > 11,6218) = 1,51496e-006		
Teste de Normalidade (p-valor)		2,96157e-035		
Teste de Heterocedasticidade (p-valor)		< 0,0001		
Painel B: Migração para algum segmento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa				
Variável	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor
const	10,9402	1,15039	9,510	2,02e-015 ***
LPA _{i,t}	0,940570	0,454634	2,069	0,0413 **
PLA _{it}	0,309770	0,0717770	4,316	3,93e-05 ***
D _{NDGC_{it}} * LPA _{it}	4,77630	0,775694	6,157	1,81e-08 ***
R-quadrado LSDV = 0,588586		p-valor = P(F(3, 94) > 44,9613) = 4,12407e-018		
Teste de Normalidade (p-valor)		1,75806e-035		
Teste de Heterocedasticidade (p-valor)		< 0,0001		
Painel C: Migração de pelo menos dois Níveis Diferenciados de Governança Corporativa				
Variável	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor
const	10,7447	1,20017	8,953	3,10e-014 ***
LPA _{i,t}	0,973093	0,452343	2,151	0,0340 **
PLA _{it}	0,321768	0,0742622	4,333	3,69e-05 ***
D _{+2NDGC_{it}} * LPA _{it}	6,29356	2,85714	2,203	0,0301 **
R-quadrado LSDV = 0,586367		p-valor = P(F(3, 94) > 11,4322) = 1,85462e-006		
Teste de Normalidade (p-valor)		2,70259e-036		
Teste de Heterocedasticidade (p-valor)		< 0,0001		

(a) Erro padrão robusto à heterocedasticidade dos resíduos

Fonte: Elaborado pelos autores

Os resultados da Tabela 5 revelam, ainda, que todas as *dummies* apresentam coeficientes com sinais positivos e significativos ao nível de 5%. Isso quer dizer que para todos os casos de migração estudados no presente artigo tem-se que a melhoria no nível de governança corporativa traz ganhos de relevância do lucro. Tal resultado mostra que o mercado percebe a melhoria informacional da contabilidade quando de uma migração de nível de governança corporativa. Em outras palavras, os resultados sinalizam que no momento em que as empresas mudam seu nível de governança há um incremento da relevância do lucro. Portanto, a governança corporativa é vista pelo mercado como um sinalizador de melhoria das informações contábeis.

Duas análises adicionais foram feitas para testar a robustez dos achados no presente estudo. A primeira foi rodar todas as *dummies* interagidas com o LPA em um só modelo. Ressalta-se que a adoção de uma *dummy* em cada modelo se deu por questões de colinearidade causada pelo fato de haver poucas observações com migrações de nível de governança no período analisado. Os resultados mostram que apenas a *dummy* representativa do período em que a empresa migrou para algum segmento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa apresentou coeficiente positivo e significativo ao nível de 5%. As outras *dummies* mantiveram sinais *positivos*, mas sem significância estatística. Logo, nesse

modelo apenas a migração do segmento tradicional para qualquer um dos níveis diferenciados de governança corporativa mostrou algum impacto significativo na relevância do lucro. É importante lembrar que esses resultados devem ser vistos com algumas ressalvas por conta dos problemas de colinearidade.

A segunda análise foi rodar *dummies* de cada tipo de combinação separadamente, sem agregá-las nas três *dummies* utilizadas nesse estudo. Como dito anteriormente, essa análise não foi a principal por conta do baixo número de observações quando da consideração das combinações separadamente (conforme mostra a Tabela 2). Os resultados mostram que pelo menos uma combinação presente em cada uma das *dummies* utilizadas no presente estudo teve coeficiente positivo e significativo a 5% de significância. Esse foi o caso das combinações de migração de Tradicional para N1 (presente na *dummy* D_{NDGC}) e de N1 para NM (presente nas *dummies* D_{NM} e D_{+2NDGC}). Além disso, a *dummy* representativa da combinação de migração de N1 para N2 que não foi considerada em nenhuma das *dummies* do presente estudo também apresentou coeficiente com sinal positivo e significativo. Ressalta-se que as combinações de migração de Tradicional para N2 e de Tradicional para NM não apresentaram significância estatística, apesar de apresentarem sinais positivos. Assim, das cinco combinações presentes nesse estudo três apresentam impacto na relevância do lucro. É importante lembrar que esses resultados devem ser vistos com algumas ressalvas por conta do problema de poucas observações para cada tipo de combinação.

Apesar de algumas divergências considera-se que de maneira geral os resultados dos testes de robustez reforçam os achados da análise principal do presente estudo, visto que não inviabilizam suas conclusões. O que se observa é uma eventual concentração do efeito das migrações de nível de governança na relevância do lucro em alguns tipos de mudanças, que as *dummies* agregadas não conseguem capturar.

Assim sendo, os resultados desta pesquisa reforçam as palavras de Lopes (2001), quando o autor destaca que a relevância da informação contábil não pode ser avaliada de forma completa sem considerar os mecanismos de governança corporativa, pois o conteúdo informacional da Contabilidade tem como principal objetivo a redução da assimetria de informação. Os resultados estão em consonância com os achados de vários estudos, dentre os quais Bushman e Smith (2001), Bushman *et. al.* (2004), Sarlo Neto (2009), Almeida (2010), Holtz *et. al.* (2013), Holtz & Sarlo Neto (2014) e Besarria *et. al.* (2015), que destacam que a implementação de mecanismos de Governança Corporativa têm impacto positivo na qualidade das informações contábeis. Porém, se encontram em dissonância com os resultados de Antunes e Costa (2007) e Martins *et. al.* (2014), que não encontraram relação entre níveis de governança corporativa e qualidade das informações contábeis.

De forma mais direta os achados do presente estudo se alinham com os resultados de Antunes *et. al.* (2010) e Moura *et. al.* (2015) no sentido de mostrar que a busca pela redução de assimetria informacional pela adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa não só é alcançada pela melhoria da qualidade da informação contábil, como tal melhoria é reconhecida pelo mercado brasileiro de capitais pelo incremento marginal da relevância do lucro.

Em suma, pode-se concluir que incrementos de exigências de práticas de governança, representados, pela migração nos níveis de governança corporativa da B3 analisados no presente estudo, impactaram positivamente a relevância do lucro de empresas não financeiras de capital aberto no Brasil durante o período 2010-2018. Logo, observa-se que não é possível rejeitar a hipótese proposta nessa pesquisa.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo verificar se a relevância da informação contábil é afetada pela migração de nível de governança corporativa das empresas listadas na

B3, medida através da identificação e classificação das migrações dos níveis de governança corporativa, com o uso do modelo de Collins *et. al.* (1997) com base no estudo de Ohlson (1995). Assim, teve-se como foco a análise do impacto de mudanças no nível de governança corporativa, que representassem um incremento de boas práticas de governança corporativa em relação ao nível anterior, na relevância do lucro.

As boas práticas de governança corporativa estão representadas e postas em prática pelas empresas através das obrigações ou requisitos a serem cumpridos necessários para estar em algum dos níveis diferenciados de governança corporativa. Como elas visam à transparência, a redução da assimetria de informação e proteção aos acionistas minoritários, acredita-se que a informação contábil tende a melhorar e, por consequência, se torne mais relevante, o que motivou a elaboração da hipótese da pesquisa ***H₁: a relevância do lucro é afetada positivamente com a migração das empresas nos níveis de governança corporativa.*** Em outras palavras, o presente estudo busca testar se incrementos de exigências de práticas de governança, representados pela migração nos níveis de governança corporativa da B3, pode impactar positivamente a relevância do lucro.

Os resultados mostraram que todas as *dummies* utilizadas para representar as migrações de nível de governanças corporativas (D_{NM} para o período em que a empresa migrou para o segmento Novo Mercado; D_{NDGC} para o período em que a empresa migrou para algum segmento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e D_{+2NDGC} para o período em que a empresa teve uma migração de pelo menos dois níveis diferenciados de governança) se mostraram com coeficientes positivos e significativos ao nível de 5% de significância. Esses resultados foram reforçados pelas análise de robustez que mostraram coeficientes positivos e significativos ao nível de 5% de significância para a *dummy* D_{NDGC} (no modelo com todas as três *dummies* em conjunto) e para as *dummies* representativas das combinações de mudanças no nível de governança de Tradicional para N1, de N1 para NM e de N1 para N2 (no modelo com *dummies* não agregadas representando cada tipo de combinação de migração de nível de governança).

Isso quer dizer que, de maneira geral, a melhoria no nível de governança corporativa traz ganhos de relevância do lucro, visto que os resultados sinalizam que no momento em que as empresas mudam seu nível de governança há um incremento da relevância do lucro. Assim, o mercado percebe a melhoria informacional da contabilidade quando de uma migração de nível de governança corporativa, ou seja, que a governança corporativa é vista pelo mercado como um sinalizador de melhoria das informações contábeis.

Com isso tem-se a não rejeição da hipótese proposta no presente estudo. Logo, a não rejeição da hipótese sugere que as empresas que buscam cumprir requisitos que melhor se alinham com as boas práticas de governança corporativa possuem uma melhoria de relevância de suas informações contábeis (primordialmente o lucro) reconhecido pelo mercado de capitais no Brasil.

Tal observação indica que os estudos sobre governança corporativa atrelados a qualidade da informação contábil são importantes para melhor entendimento da informação contábil e desenvolvimento do mercado brasileiro, conforme destaca Lopes (2001). Assim sendo, os resultados reforçam a ideia de que a Contabilidade possui conteúdo informacional relevante para a redução da assimetria informacional, que é um dos pilares da Governança Corporativa, segundo Lopes (2001)

Esses resultados estão em consonância com os achados de vários estudos, dentre os quais Bushman e Smith (2001), Bushman *et. al.* (2004), Sarlo Neto (2009), Almeida (2010), Holtz *et. al.* (2013), Holtz & Sarlo Neto (2014) e Besarria *et. al.* (2015), que destacam que a implementação de mecanismos de Governança Corporativa têm impacto positivo na qualidade das informações contábeis e Antunes *et. al.* (2010) e Moura *et. al.* (2015) no sentido de mostrar que a busca pela redução de assimetria informacional pela adesão aos níveis

diferenciados de governança corporativa não só é alcançada pela melhoria da qualidade da informação contábil, como tal melhoria é reconhecida pelo mercado brasileiro de capitais pelo incremento marginal da relevância do lucro.

Logo, pode-se concluir que incrementos de exigências de práticas de governança, representados, pela migração nos níveis de governança corporativa da B3 analisados no presente estudo, impactaram positivamente a relevância do lucro de empresas não financeiras de capital aberto no Brasil durante o período 2010-2018.

Como futuros estudos sugere-se investigar o impacto na qualidade das informações contábeis de mais combinações de migração de nível de governança, analisando de forma comparativas mudanças que representem aumento nas exigências de práticas de governança com as que representem diminuição de tais exigências. Outra questão relevante seria fazer o estudo do impacto na qualidade das informações contábeis utilizando algum indicador de qualidade das práticas de governança, mas focando especificamente nos momentos de alterações positivas e negativas dessas práticas.

REFERÊNCIAS

- Aguilar, A. B., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2004). Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *R.Adm.*, 39(4), pp.338-347.
- Almeida, J. E. F. (2010). *Qualidade da Informação Contábil em Ambientes Competitivos*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- Almeida, J. C. G.; Scalzer, R. S.; & Costa, F. M. (2008). Níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 118-131.
- Antunes, G. A.; & Costa, F. M.; (2007). Governança e qualidade da informação contábil: Uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. *Anais do XXXI EnANPAD*.
- Antunes, G. A.; Teixeira, A. J. C.; Costa, F. M.; & Nossa, V. (2010). Efeitos da adesão aos níveis de governança da bolsa de valores de São Paulo na qualidade da informação contábil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 3(1), pp.109-138.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, pp. 159–177.
- Beaver, W. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, Supplement 6, pp. 67-92.
- Beck, F., Kreuzberg, F., Junior, M. M. R., Krespi, N. T., & Cunha, P. R. (2012). Efeitos da migração do nível de governança corporativa sobre o valor e estruturas de capital e propriedade da empresa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 11(33), pp. 51-65.
- Besarria, C. N.; Paula, A. A.; Araújo, B. S.; Alves, J. N.; Almeida, F. F.; & Monteiro, V. S. (2015). A qualidade das informações prestadas pelas empresas reduz os riscos de investimento? Uma análise empírica para os diferentes níveis de governança corporativa das empresas brasileiras. *RACE*, 14(1), pp. 11-38.
- Brooks, C. (2002). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Brugni, T. V., Sarlo Neto, A., Bortolon, P. M., & Góes, A. O. S. (2012). Uma avaliação da governança corporativa à luz do modelo de Ohlson: evidências empíricas no mercado de capitais brasileiro. *Anais do VI Congresso ANPCONT*.

- Bushman, R.; & Smith, A. (2001). *Financial accounting information and corporate governance*, working paper. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=253302
- Bushman, R.; Chen, Q.; Engel, E.; & Smith, A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37, pp.167–201.
- B3 (2018). *Comparativo dos segmentos de listagem*. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/.
- Carvalho, A. G. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, 37(3), pp. 19-32.
- Castro, R. D., & Marques, V. A. (2013). Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: evidências no mercado brasileiro. *Enf. Ref. Cont.*, 32(1) pp. 109-124.
- Clemente, A., Antonelli, R. A., Scherer, L. M., & Cherubim, A. P. M. S. (2014). O mercado brasileiro precifica a adesão e a migração aos níveis diferenciados de governança corporativa? *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 11(2).
- Collins, D. W.; Maydew, E. L.; & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24, pp. 39-67.
- Correia, T. S.; Silva, M. N. F.; & Martins, O. S. (2015). Qualidade da Governança Corporativa das Empresas no Mercado Brasileiro de Capitais. *Anais do 6º congresso UFSC de Controladoria e Finanças*.
- Delvizio, P. C.; Macedo, M. A. S.; Queiroz, J. M.; & Lopes, P. S. (2020). Análise do efeito moderador da liquidez no modelo de relevância da informação contábil no Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 13(2), pp. 67-88.
- Duarte, S. O. (2011). *Governança corporativa, mercado de capitais e desenvolvimento econômico: estudo de casos dos fundos de pensão e previdência do Brasil, Chile e México*, 2011. 192 f. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-graduação em Integração Latino-Americana, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Fávero, L. P., Belfiore, P. P., Silva, F. L. da, & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Holtz, L.; & Sarlo Neto, A. (2014). Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil. *R. Cont. Fin.*, 25(66), pp. 255-266.
- Holtz, L.; Vargas, L. H. F.; Macedo, M. A. S.; Bortolon, P. M. (2013). Análise do tamanho do conselho de administração: evidências no mercado brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 6 (3), 321-347.
- IBGC. (2009). *Códigos de melhores práticas de governança corporativas*. 4ª Ed.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, p. 105-231.
- Lopes, A. B. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa*. 308f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Departamento de Contabilidade e Atuária – FEA/USP, São Paulo.
- Martins, V. G.; Oliveira, A. S.; Niyama, J. K.; & Diniz, J. A. (2014). Níveis diferenciados de governança corporativa e a qualidade da informação contábil durante o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade. *ConTexto*, Porto Alegre, 14(27), pp. 23-42.
- Moura, G. D., Franz, L., & Cunha, P. R. (2015). Qualidade da informação contábil em empresas familiares: influência dos níveis diferenciados de governança da

- BM&FBovespa, tamanho e independência do conselho de administração. *Contaduría y Administración*, 60, pp. 423-446.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), pp. 661-687.
- Queiroz, J. M.; & Almeida, J. E. F. (2017). Efeitos das hipóteses da teoria positiva da contabilidade na qualidade da informação contábil. *Revista Universo Contábil*, 13(3), pp. 50-69.
- Sarlo Neto, A. (2009). *Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., & Pimenta Junior, T. (2012). O impacto das migrações das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA sobre o risco e o retorno de suas ações. *Rev. Adm.*, 5(2), pp. 222-242.
- Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., Martins, V. A., & Barossi Filho, M. (2016). Os níveis de governança corporativa da BM&F BOVESPA aumentam a liquidez das ações? *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 13(3).
- Silveira, A. D. M. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo.
- Villa, M. (2009). *Níveis de governança corporativa: a evolução no valor de mercado das empresas*. Trabalho de conclusão de curso (especialização em mercado de capitais) – Escola de administração, III curso de especialização em mercado de capitais, Universidade Federal do Rio Grande do Sul.