ÁREA TEMÁTICA: Finanças; **CATEGORIA:** ENANGRAD Pleno

GOVERNANÇA CORPORATIVA E MIGRAÇÃO PARA O NOVO MERCADO DA B3: IMPACTOS SOBRE OS RETORNOS ANORMAIS E O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Resumo
A governança corporativa atua na mitigação dos conflitos de agência e na proteção dos investidores, sendo o segmento Novo Mercado da B3 um dos principais mecanismos de adoção de práticas diferenciadas de governança no mercado acionário brasileiro. Neste contexto, o objetivo deste estudo foi analisar se a migração das empresas para o segmento Novo Mercado da B3 continuou associada à criação de valor no mercado acionário brasileiro entre 2016 e 2025, sob a perspectiva dos retornos anormais e o valor de mercado das empresas migrantes. A pesquisa possui abordagem quantitativa e empregou estudo de eventos (Modelo de Mercado) e modelos de regressão em painel de efeitos fixos. A amostra foi composta por 10 empresas, não financeiras, que migraram entre 2016 e 2025. A análise não identificou significância estatística entre a migração para o Novo Mercado e efeitos positivos sobre os retornos anormais e o valor de mercado das empresas, sugerindo que outros fatores idiossincráticos das empresas podem ter predominado sobre os efeitos da mudança de segmento de listagem.

Palavras-chave: Governança corporativa; Novo Mercado; Retornos anormais; Valor de mercado.

Abstract
Corporate governance is a central mechanism for mitigating agency conflicts and protecting investors, with the Novo Mercado segment of B3 representing a key framework for the adoption of enhanced governance practices in the Brazilian stock market. Within this context, this study examines whether the migration of firms to the Novo Mercado segment of B3 remained associated with value creation in the Brazilian stock market between 2016 and 2025, assessed through abnormal returns and market valuation. The research adopts a quantitative approach and employs event study methodology (Market Model) as well as fixed-effects panel regression models. The sample comprises 10 non-financial firms that migrated between 2016 and 2025. The analysis did not identify statistical significance between migration to the Novo Mercado and positive effects on abnormal returns or market value, suggesting that other firm-specific idiosyncratic factors may have prevailed over the effects of the change in listing segment.

Keywords: Corporate governance; Novo Mercado; Abnormal returns; Market value.

1. Introdução

A governança corporativa atua com mecanismos pelos quais os investidores asseguram o retorno de seus investimentos (Shleifer & Vishny, 1997), estando positivamente relacionada ao valor de mercado e à geração de retornos superiores aos acionistas (Gompers et al., 2003). Os benefícios desses mecanismos de controle tendem a ser reconhecidos pelos investidores, refletindo-se em maior valorização da

firma no mercado de capitais (Brown & Caylor, 2006). Além disso, a proteção aos investidores influencia diretamente o desenvolvimento dos mercados de capitas, a confiança dos acionistas e a valorização das empresas (La Porta et al., 2000).

O mercado acionário brasileiro, entre as décadas de 70 e 80, apresentava ineficiências de precificação decorrentes do comportamento dos investidores, uma anomalia comportamental em que as carteiras compostas por ações com baixo desempenho superaram sistemicamente as carteiras com altos retornos passados (Costa Jr, 1994). Em 1996, era marcado por uma alta concentração de propriedade, com o interesse controlador detendo, em média, 88% das ações emitidas (Monaco, 2007).

Próximo ao período de consolidação do Novo Mercado, após as revisões de adaptação de 2006 e 2011 (B3, 2025), Lima et al. (2015) observaram que as empresas listadas nos segmentos especiais de governança da bolsa brasileira, entre 2009 e 2012, apresentavam maior crescimento do valor de mercado. Posteriormente, no período de 2012 a 2014, Pinheiro et al. (2019) evidenciaram uma relação inversa entre conflito e valor de mercado, em que a melhora na qualidade da governança corporativa contribui para a diminuição dos conflitos entre acionistas.

Desta forma, o presente estudo busca responder a seguinte pergunta de pesquisa: as migrações para o segmento Novo Mercado da B3, entre 2016 e 2025, continuaram promovendo a criação de valor para as empresas? Assim, o objetivo deste estudo é analisar se a migração das empresas para o segmento Novo Mercado da B3 continuou associada à criação de valor no mercado acionário brasileiro entre 2016 e 2025, considerando seus efeitos sobre os retornos anormais e o valor de mercado das empresas migrantes.

Este artigo está estruturado por: (i) fundamentação teórica, para contextualização da governança corporativa e o mercado acionário brasileiro; (ii) metodologia, estudos de eventos e regressão com dados em painel; (iii) análise e discussão dos resultados; (iv) e conclusão e contribuições.

2. Fundamentação Teórica

2.1 Governança Corporativa e Criação de Valor

A separação entre propriedade e controle nas organizações cria uma relação de agência na qual o principal delega poder decisório ao agente, respectivamente, representados pelos acionistas e gestores, e gera custos de agência compostos por despesas de monitoramento, custos de concessão de garantias e perdas residuais (Jensen & Meckling, 2008). A governança corporativa atua como resposta organizacional aos conflitos de interesses existentes na relação contratual entre gestores e acionistas, uma vez que níveis mais altos de conflitos de agência resultam em estruturas de governança mais robustas (Dey, 2008).

As práticas de governança corporativa contribuem para redução de assimetria informacional e oportunismo gerencial, visto que na ausência de mecanismos eficientes de governança os comportamentos oportunistas, por parte de gestores, são capazes de prejudicar os investidores (Jiraporn et al., 2008). Entretanto, apenas a existência formal de mecanismos de governança não garante necessariamente a

efetividade do monitoramento corporativo, demandando mecanismos de supervisão e controle organizacional mais atuantes (Jiraporn et al., 2009).

O conjunto de mecanismos da governança corporativa assegura aos investidores o retorno sobre os recursos investidos, uma vez que mitiga os problemas decorrentes da separação entre propriedade e controle (Shleifer & Vishny, 1997). A efetividade desses mecanismos depende da existência de estruturas institucionais e legais capazes de proteger os direitos dos investidores contra ações de interesses individuais, por parte de gestores e acionistas controladores (La Porta et al., 2000).

Melhores práticas de governança refletem em maior valorização e retornos superiores aos acionistas, implicando que o mercado reconhece e precifica a qualidade da governança corporativa na mitigação de conflitos de agência (Gompers et al., 2003; Brown & Caylor, 2006). Assim, se a criação de valor depende da qualidade das decisões corporativas (Graham & Leary, 2011), a governança corporativa representa o sistema capaz de alinhar essas decisões aos interesses dos acionistas (Gompers et al., 2003). Ademais, se a lucratividade e padrões de investimentos são relevantes para explicar retornos acionários (Fama & French, 2015), melhores práticas de governança são fundamentais para melhorar o desempenho operacional e aumentar o valor de mercado (Brown & Caylor, 2006).

2.2 Governança Corporativa no Mercado Acionário Brasileiro

O mercado acionário brasileiro, no final da década de 1990, enfrentava um conjunto de problemas estruturais, como a alta concentração acionária (Rogers et al., 2008; Silveira et al., 2008), a ampla utilização de ações preferenciais sem direito a voto (Carvalhal-da-Silva & Subrahmanyam, 2007) e a baixa proteção aos acionistas minoritários (Carvalhal-da-Silva & Leal, 2003; Carvalhal-da-Silva & Leal, 2005).

Enquanto a Teoria da Agência tradicional evidenciava os conflitos entre proprietários e gestores (Jensen & Meckling, 2008), o contexto brasileiro também apresentava conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários, em razão da alta concentração de propriedade (Carvalhal-da-Silva & Leal, 2003; Pinheiro et al., 2019). A partir deste cenário, Caixe e Krauter (2013) demonstraram que a estrutura de propriedade e controle influencia o valor de mercado das empresas brasileiras e demanda mecanismos institucionais para mitigar os conflitos da concentração acionária.

Os benefícios da governança podem decorrer tanto da melhoria dos mecanismos internos quanto do reconhecimento externo da qualidade dessas práticas (Rossoni & Machado-da-Silva, 2013; Lima et al., 2015). A proteção dos investidores e a mitigação de práticas que corroboram para a expropriação dos minoritários fortalecem a confiança no mercado e contribuem para a valorização das empresas (La Porta et al., 2000; Pinheiro et al., 2019).

Para Cardoso et al. (2019), o prêmio de governança no Brasil já apresentava sinais de limitação entre 2008 e 2017, cenário de um mercado acionário ainda em desenvolvimento e com concentração de propriedade e conselhos de administração ineficazes. A estrutura de propriedade atua como um mecanismo de controle central na configuração acionária do Brasil, em um contexto de baixa proteção aos investidores minoritários (Rogers et al., 2008). Além disso, possui propriedade predominantemente exógena com influência de fatores institucionais e históricos (Silveira et al., 2008).

Por sua vez, a governança corporativa é endógena às características da firma e pode ter sua qualidade prejudicada a partir de estruturas de propriedade com concentração de poder e excesso de controle (Silveira & Barros, 2008). O ambiente institucional brasileiro, historicamente marcado por características que aumentavam os riscos de conflito entre acionistas controladores e minoritários, utiliza-se da governança corporativa como um mecanismo relevante para a proteção dos investidores (Carvalhal-da-Silva & Leal, 2003).

Apesar da concentração acionária ser uma característica dominante das empresas brasileiras no início dos anos 2000 (Carvalhal-da-Silva & Leal, 2005; Rogers et al., 2008; Silveira et al., 2008), transformações institucionais passaram a estimular uma mudança em direção a estruturas de propriedade menos concentradas como, por exemplo, reformas regulatórias, fortalecimento da proteção aos investidores e a criação do segmento Novo Mercado (Gorga, 2009).

2.3 Novo Mercado e Criação de Valor

O Novo Mercado é lançado em 2000 com um padrão de governança corporativa elevado, mas com sua primeira listagem acontecendo apenas em 2002. Firmou-se como um segmento de negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa além das exigidas pela legislação brasileira (B3, 2025). O crescimento das listagens no Novo Mercado refletiu em uma melhora nas práticas de governança no Brasil, elevando os padrões de transparência e proteção aos acionistas (Black et al., 2014).

A adesão a segmentos diferenciados de governança representa não apenas mudanças formais de listagem, mas também influenciam a conduta das organizações (Carvalho & Pennacchi, 2012). A migração para o Novo Mercado, em específico, reforça o compromisso efetivo das empresas com padrões mais elevados de transparência, proteção aos investidores e prestação de contas (Carvalhal-da-Silva & Quental, 2008).

A literatura brasileira sobre governança corporativa e valor de mercado apresenta uma trajetória não linear desde o final da década de 90. Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), no período inicial do segmento Novo Mercado, evidenciaram associação positiva entre qualidade da governança e desempenho operacional, entretanto, a relação com o Q de Tobin não apresentou significância estatística.

Na mesma linha, Rossoni e Machado-da-Silva (2013) confirmaram o efeito da adesão ao Novo Mercado sobre o valor de mercado, porém mecanismos adicionais de legitimidade perdem significância dentro desse grupo. Lima et al. (2015) e Ganz et al. (2020) demonstraram que esse efeito está atrelado à estrutura de capital e ao tamanho da firma, apresentando efeito negativo para pequenas empresas.

Pinheiro et al. (2019) ofereceram o suporte teórico e empírico para sustentar a lógica do Novo Mercado: a estrutura regulatória fortalece a proteção dos acionistas minoritários e reduz potenciais conflitos de interesses entre controladores e investidores; a governança reduz a chance de conflitos e aumenta o valor de mercado. Entretanto, Miranda et al. (2021), utilizando dados de 2010 a 2019, inferem que pertencer ao Novo Mercado não necessariamente garante menor risco ou maior retorno, sugerindo que níveis superiores de governança funcionam mais como selo de credibilidade.

A Tabela 1 apresenta um resumo da linha argumentativa e principais autores do referencial teórico deste trabalho. Os estudos apresentados fundamentam a ideia de que práticas de governança mais robustas, como exigidas pelo segmento Novo Mercado da B3, podem favorecer melhores decisões corporativas e, consequentemente, contribuir para a criação de valor. Assim, levanta-se as seguintes hipóteses a serem discutidas neste estudo:

H1 - A migração para o segmento Novo Mercado gera retornos anormais positivos no entorno da data de anúncio ou efetivação da migração.
H2 - Empresas que migram para o segmento Novo Mercado apresentam aumento sustentado no valor de mercado após a adesão ao segmento.

Tabela 1
Linha argumentativa do referencial teórico

Temas	Autores
Separação entre propriedade e controle	Jensen & Meckling (2008)
Conflitos de agência	Dey (2008); Jensen e Meckling (2008)
Mecanismos de monitoramento	Jiraporn et al. (2008); Jiraporn et al. (2009)
Governança corporativa	Shleifer e Vishny (1997); La Porta et al. (2000)
Proteção aos investidores	Shleifer e Vishny (1997); La Porta et al. (2000)
Mercado acionário brasileiro e limitações institucionais	Carvalhal-da-Silva e Leal (2005); Rossoni e Machado-da-Silva (2013)
Criação do Novo Mercado e fortalecimento da governança corporativa	Carvalhal-da-Silva e Leal (2005); Carvalho e Pennacchi (2012); Ganz et al. (2020)
Maior confiança do mercado	Carvalhal-da-Silva e Quental (2008)
Criação de valor	Gompers et al. (2003); Brown & Caylor (2006); Fama e French (2015)

Nota. Elaborado pelo autor.

3. Metodologia

O presente estudo caracteriza-se como de natureza aplicada e apresenta abordagem quantitativa, por utilizar dados secundários oriundos de bases como Economatica e *website* da B3, analisados por meio de modelos estatísticos e econométricos. Em relação aos objetivos, a pesquisa possui caráter descritivo e analítico. Quanto aos procedimentos técnicos, trata-se de uma pesquisa documental fundamentada em informações públicas divulgadas pelas empresas.

3.1 Amostra e Coleta de Dados

A amostra deste estudo foi composta por empresas brasileiras de capital aberto, não financeiras, que migraram para o segmento Novo Mercado da B3 entre os anos de 2016 e 2025, considerando a disponibilidade de dados diários e ações negociadas regularmente.

Os dados cadastrais das empresas foram extraídos da base Economatica, e os valores mobiliários do Formulário Cadastral da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Para garantir a confiabilidade das datas de adesão e a confirmação dos eventos de migração para o Novo Mercado, buscou-se os comunicados ao mercado sobre o deferimento da migração para o Novo Mercado na seção Fatos Relevantes do *website* de cada empresa.

A amostra final deste estudo foi composta por 10 empresas, não financeiras, migradas para o segmento Novo Mercado no período de 2016 a 2025. A amostra está representada na Tabela 2. Após a seleção das empresas, os dados utilizados para as análises das hipóteses foram coletados por meio da base de dados Economatica.

Tabela 2
Amostra das empresas que migraram

Empresa	*Ticker* (ON)	Setor	Segmento Anterior	Data de Anúncio	Data de Migração
Casas Bahia	BHIA3	Comércio	Nível 2	03/09/2018	26/11/2018
Dasa	DASA3	Serviços médicos	Tradicional	17/06/2021	23/06/2021
Dimed	PNVL3	Comércio	Nível 2	16/09/2021	24/09/2021
Irani	RANI3	Embalagens	Tradicional	08/12/2020	14/12/2020
Kepler Weber	KEPL3	Indústria manufatureira	Tradicional	20/07/2023	26/07/2023
Padtec	PDTC3	Informação	Tradicional	05/05/2021	10/05/2021
Riachuelo	RIAA3	Têxtil e Vestuário	Básico	30/03/2022	05/04/2022
Vale	VALE3	Extração Mineral	Nível 1	21/12/2017	22/12/2017
Veste	VSTE3	Indústria manufatureira	Tradicional	25/04/2023	26/04/2023
Vulcabras	VULC3	Têxtil e Vestuário	Tradicional	25/10/2017	26/10/2017

Nota. Elaborado pelo autor.

3.2 Efeito da Migração sobre Retornos Anormais das Ações

Inicialmente, define-se o evento de interesse que, no caso, será a data de anúncio da migração para o Novo Mercado. Esta data se denomina como t=0. O retorno esperado das ações, na ausência do evento de interesse, foi estimado por meio do Modelo de Mercado (Fama et al., 1969).

Para estimar o Modelo de Mercado, adotou-se a janela de estimação [-250,-30] em relação à data do evento e o índice Ibovespa como *proxy* para o retorno do mercado, em razão da sua representatividade no mercado acionário brasileiro. Os parâmetros α e β foram estimados individualmente para cada empresa a partir dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). As especificações gerais do Modelo de Mercado são descritas na Equação 1:

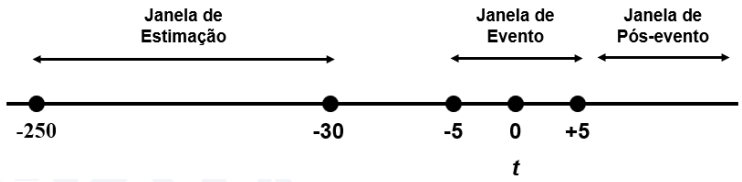
$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

em que: R_{it} é o retorno observado da ação i no período t; R_{mt} é o retorno do mercado (Ibovespa) no período t; α_i e β_i são os parâmetros específicos da ação; e ε_{it} é o termo de erro aleatório.

A fim de garantir maior robustez e abordar diferentes velocidades de incorporação da informação pelo mercado, foram consideradas três janelas de evento: (i) [-1,+1], reação imediata do mercado; (ii) [-3,+3], reação com pequeno atraso ou antecipação; e (iii) [-5,+5], reação mais ampla e possível vazamento de informação. A Figura 1 apresenta um exemplo cronológico das janelas do estudo de eventos. O cálculo do retorno anormal acumulado médio (CAAR) foi realizado a partir da média dos retornos anormais acumulados individuais das empresas, para todas as janelas de evento.

Por fim, para verificar se a migração para o Novo Mercado gerou impacto positivo, aplicou-se um teste de hipóteses, considerando: (H_0) CAAR = 0, não existe retorno anormal médio; e (H_a) CAAR > 0, existe retorno anormal médio positivo. A decisão estatística foi baseada no valor-p, adotando-se um nível de significância de 5% e 10%. As estimativas e cálculos foram realizados por meio de fórmulas no Excel.

Figura 1
Exemplo de linha do tempo para um estudo de eventos



Nota. Adaptado de MacKinlay (1997, p. 20).

3.3 Efeito da Migração sobre o Valor de Mercado das Empresas

Inicialmente, os dados da amostra foram organizados no formato de base em painel e, posteriormente, receberam tratamento estatístico e análise econométrica, por meio da ferramenta Stata. Cada empresa possui observações anuais antes e após a migração. As variáveis estão descritas na Tabela 3.

Tabela 3
Variáveis do modelo de dados em painel

Variável		Descrição	Fórmula	Suporte teórico
Dependente	VM	Valor de Mercado	Preço das Ações * Nº de Ações em Circulação	Banz (1981)
Independente Principal	NM	Novo Mercado	Variável *dummy*	Black et al. (2014)
Controle	TAM	Tamanho	*Ln*(Ativo Total)	Carvalhal-da-Silva e Leal (2005); Ganz et al. (2020); Ribeiro e Souza (2023)
	ROA	Retorno sobre o ativo	Lucro Líquido / Ativo Total	
	ALA	Alavancagem	Dívida Total / Ativo Total	
	LIQ	Liquidez	Caixa e Equivalente Caixa / Ativo Total	

Nota. Adaptado de Ribeiro & Souza (2023, p. 7).

Posteriormente, foram estimados modelos de regressão com dados em painel, modelos *pooled* OLS (Mínimos Quadrados Ordinários Empilhados), de efeitos fixos e de efeitos aleatórios. As especificações gerais do modelo de dados em painel estão descritas na Equação 2:

$$LnVM_{it} = \beta_0 + \beta_1 NM_{it} + \sum_k \beta_k Controle_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

em que: $LnVM_{it}$ representa o logaritmo natural do valor de mercado da empresa *i* no período *t* (variável dependente); NM_{it} é a variável *dummy* para migração ao Novo

Mercado (0 antes da migração e 1 após a migração); $Controle_{kit}$ representam as variáveis de controle TAM_{it} (tamanho da empresa), ROA_{it} (retorno sobre o ativo), ALA_{it} (alavancagem financeira) e LIQ_{it} (liquidez das ações); e ε_{it} é o termo de erro.

Após estimação do modelo econométrico, foram aplicados testes de diagnóstico para verificar a adequação da especificação adotada, como Teste LM (Lagrange Multiplier) de Breusch e Pagan. A escolha entre os modelos de efeitos fixos e efeitos aleatórios foi definida por meio do teste de Hausman. O teste de Wooldridge verificou a existência de autocorrelação serial nos resíduos, enquanto o teste de Wald Modificado identificou a presença de heterocedasticidade para modelos de efeitos fixos. As estimativas foram corrigidas por erros-padrão robustos de Driscoll-Kraay, diante as violações dos pressupostos de homoscedasticidade e independência dos resíduos.

4. Análise e Discussão dos Resultados

A Tabela 4 apresenta os resultados do retorno anormal acumulado (CAR) calculado para as janelas de evento [-1,+1], [-3,+3] e [-5,+5], para cada empresa. Observa-se que o valor de α para 3 empresas apresenta sinal negativo, enquanto para as demais segue positivo. Identifica-se uma heterogeneidade entre as empresas analisadas, enquanto a Dasa (DASA3) apresentou um β=0,2372 indicando baixa sensibilidade às oscilações do mercado, a Riachuelo (RIAA3) apresentou um β=1,5602, sugerindo maior exposição ao risco sistemático.

Tabela 4

Retorno anormal acumulado das empresas

Ticker (ON)	α (%)	β	R^2	Janela de Evento		
				CAR [-1,+1] (%)	CAR [-3,+3] (%)	CAR [-5,+5] (%)
BHIA3	-0,0769	0,9802	0,1542	-13,7325	-20,5170	-25,6395
DASA3	0,2038	0,2372	0,0019	-0,6485	-5,8354	-7,6299
PNVL3	-0,1518	0,4534	0,1093	0,5109	-0,5342	1,1606
RANI3	0,3347	0,7830	0,1485	0,3205	-2,7725	-5,5116
KEPL3	-0,0573	0,8040	0,1822	-1,2236	0,1026	-1,3856
PDTC3	0,3921	1,2233	0,1103	-15,3192	-23,1024	-21,3860
RIAA3	0,0117	1,5602	0,3854	-1,1349	3,2913	5,1338
VALE3	0,0602	1,0171	0,2332	2,4747	4,2355	6,6723
VSTE3	0,0880	1,0912	0,0964	1,3034	-0,2719	0,6759
VULC3	0,6804	0,8011	0,0576	-2,8200	-5,9787	-12,6428

Nota. Elaborado pelo autor.

Os retornos anormais acumulados (CAR) apresentaram, predominantemente, sinal negativo nas três janelas de evento: (i) [-1,+1] 6 negativos e 4 positivos; (ii) [-3,+3] 7 negativos e 3 positivos; e (iii) [-5,+5] 6 negativos e 4 positivos. Este comportamento indica que a maior parte das empresas apresentou desempenho inferior ao retorno esperado durante o período analisado.

A heterogeneidade entre as empresas analisadas indica uma reação não uniforme do mercado quanto a adesão ao segmento Novo Mercado. Este comportamento refletiu-se no retorno anormal acumulado médio (CAAR), apresentado na Tabela 5. Observa-se que, em todas as janelas analisadas, a mediana dos retornos anormais

acumulados apresentou valores negativos, corroborando a predominância de retornos inferiores ao esperado entre as empresas da amostra.

Tabela 5
Descrição estatística dos retornos anormais acumulados

Estatística	Janela [-1,+1]	Janela [-3,+3]	Janela [-5,+5]
Nº empresas com CAR válido	10	10	10
CAAR (%)	-3,0269	-5,1383	-6,0553
Mediana CAR (%)	-0,8917	-1,6533	-3,4486
Máximo CAR	2,4747	4,2355	6,6723
Mínimo CAR	-15,3192	-23,1024	-25,6395
Desvio-padrão CAR (%)	6,2448	9,4120	10,9093
Erro-padrão CAAR (%)	1,9748	2,9763	3,4498
Teste t	-1,5328	-1,7264	-1,7552
Valor-p (unicaudal, Ha: CAAR>0)	0,9202	0,9408	0,9434

Nota. Elaborado pelo autor.

Os retornos positivos máximos cresceram à medida que a janela do evento aumentava, indicando que algumas empresas apresentaram reação positiva à migração para o Novo Mercado. Quanto ao desvio-padrão, observa-se um aumento progressivo à medida que a janela de evento é ampliada, indicando maior dispersão dos retornos anormais acumulados entre as empresas.

Os resultados do teste t indicam que os retornos anormais acumulados médios (CAAR) não apresentaram significância estatística em nenhuma das janelas de evento. Não apenas apresentaram baixa significância estatística, mas também os valores negativos refletem que os CAAR observados ocorreram em direção oposta à hipótese H1, que previa retornos anormais positivos decorrentes da adesão ao Novo Mercado.

Os valores-p unilaterais obtidos foram superiores aos níveis usuais de significância de 5% e 10%, não sendo possível rejeitar a hipótese nula (H_0) de que o retorno anormal acumulado médio é igual a zero. Assim, para o período analisado (2016-2025), não foram encontradas evidências estatísticas de que a adesão ao Novo Mercado tenha gerado retornos anormais positivos no entorno da data de anúncio da migração.

Em relação a análise do valor de mercado das empresas após a adesão ao segmento Novo Mercado, a Tabela 6 apresenta a descrição estatística dos dados utilizados na estimação do modelo em painel. Observa-se que a amostra é composta por 100 observações referentes a 10 empresas que migraram para o segmento Novo Mercado, entre 2016 e 2025.

O logaritmo natural do valor de mercado (VM) apresentou média=15,2035 e desvio-padrão=1,8016, indicando heterogeneidade entre as empresas em relação ao seu porte econômico ao longo do período analisado. A variável *dummy* Novo Mercado (NM) apresentou média=0,5700, implicando que 57% das observações referem-se ao período posterior à migração para o segmento. O retorno sobre o ativo (ROA) variou de -93,0314 a 125,3015, sugerindo grande heterogeneidade operacional.

Após a análise descritiva, o teste LM de Breusch e Pagan rejeitou a hipótese nula de existência de efeitos individuais ($\overline{\chi}^2(01)=58,59$; $p<0,01$), indicando que o modelo

pooled OLS não é adequado para os dados e que deve ser considerada a estrutura em painel. O teste de Hausman rejeitou a hipótese nula ($\chi^2(5)=11,88$; $p=0,0365$), apontando correlação entre os efeitos individuais não observados e as variáveis explicativas. Portanto, optou-se pelo uso do modelo de efeitos fixos.

Tabela 6
Descrição estatística dos dados em painel

Variável	Nº Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
VM	100	15,2035	1,8016	11,4472	19,9217
NM	100	0,5700	0,4976	0	1
TAM	100	15,4132	2,0553	10,9196	20,0284
ROA	100	4,3411	18,4524	-93,0314	125,3015
ALA	100	0,2638	0,1666	0	1,13758
LIQ	100	1,0895	0,5365	0,3835	3,1450

Nota. Elaborado pelo autor.

O teste de Wooldridge rejeitou a hipótese nula de ausência de autocorrelação serial de primeira ordem nos resíduos ($F(1,9)=90,72$; $p<0,01$), evidenciando a presença de autocorrelação. O teste de Wald Modificado ($\chi^2(10)=261,11$; $p<0,01$) também indicou heterocedasticidade entre os painéis. Neste sentido, o modelo foi reestimado com erros-padrão robustos de Driscoll-Kraay. Os resultados estão presentes na Tabela 7.

O coeficiente estimado para a variável Novo Mercado (NM) apresentou sinal negativo (β=-0,3410; $p=0,109$), sem significância estatística a níveis de 1%, 5% e 10%. O resultado indica que, controlando-se por tamanho (TAM), rentabilidade sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALA) e liquidez (LIQ), não há evidência estatisticamente robusta de que a migração para o Novo Mercado, isoladamente, alterou o valor de mercado das empresas da amostra no período de 2016 a 2025.

Tabela 7
Modelo de efeitos fixos com erros-padrão de Driscoll-Kraay

Variável	Coeficiente	Erro-padrão Driscoll-Kraay	t	Valor-p
NM	-0,3410	0,1917	-1,78	0,109
TAM	0,4931**	0,1556	3,17	0,011
ROA	0,0040	0,0068	0,60	0,565
ALA	-3,2627***	0,6809	-4,79	0,001
LIQ	-0,0091	0,2598	-0,04	0,973
Constante	8,6501***	2,3461	3,69	0,005

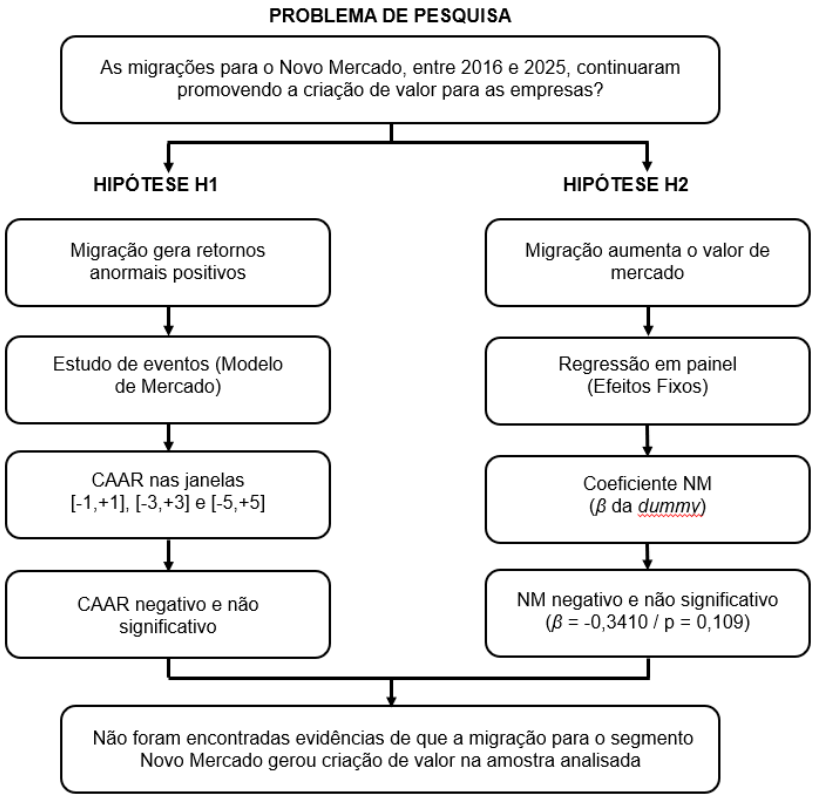
Nota. Elaborado pelo autor. (***) significância estatística a 1%; (**) significância estatística a 5%; $F(5,9)=29,43$; $p<0,01$; R^2 *within* = 0,2702; Nº observações=100; N º grupos=10.

O tamanho da empresa (TAM) apresentou coeficiente positivo (β=0,4931; $p=0,011$) e estatisticamente significativo ao nível de 5%, indicando que maiores empresas tendem a apresentar maior valor de mercado. A alavancagem (ALA) apresentou coeficiente negativo (β=-3,2627; $p=0,001$) e estatisticamente significativo ao nível de 1%. O

retorno sobre o ativo (ROA) e a liquidez (LIQ) não apresentaram significância estatística.

Em resumo, os resultados não forneceram evidências estatísticas de que a migração para o segmento Novo Mercado esteja associada ao aumento do valor de mercado das empresas da amostra, contrapondo a suposição de H2 proposta neste estudo. Entretanto, verificou-se que o tamanho da empresa exerce influência positiva sobre o valor de mercado e que a alavancagem apresenta associação negativa, inferindo que características econômico-financeiras podem explicar melhor o valor de mercado do que o próprio evento de migração para o Novo Mercado. A Figura 2 apresenta o fluxograma de validação das hipóteses.

Figura 2
Fluxograma de validação das hipóteses



Nota. Elaborado pelo autor.

5. Conclusão e Contribuições

O segmento Novo Mercado da B3 surge com o propósito de desenvolver o mercado acionário brasileiro (B3, 2025), reforçando o compromisso das empresas com padrões mais elevados de governança corporativa (Carvalhal-da-Silva & Quental, 2008). O objetivo inicial de analisar a associação da migração das empresas para o segmento Novo Mercado da B3 com a criação de valor no mercado acionário brasileiro, no período de 2016 a 2025, foi alcançado.

Porém, os achados divergem de parte da literatura como Black et al. (2014) e Carvalho e Pennacchi (2012), que associa a adesão a segmentos diferenciados de governança corporativa a ganhos de valor, sugerindo que, para a amostra e período analisados,

outros fatores idiossincráticos das empresas podem ter predominado sobre os efeitos da mudança de segmento de listagem.

Na análise de curto prazo de H1, estudo de eventos, os retornos anormais acumulados médios (CAAR) permaneceram negativos e estatisticamente não significativos nas janelas de evento analisadas, inferindo que o anúncio da migração não foi percebido pelo mercado como um evento capaz de gerar ganhos anormais aos investidores. Na análise de médio e longo prazo de H2, regressão com dados em painel, também não foi identificada associação estatisticamente significativa entre a adesão ao Novo Mercado e o valor de mercado das empresas. Entretanto, variáveis como tamanho e alavancagem mostraram-se determinantes para explicar o valor de mercado.

Ambas as análises, H1 e H2, convergiram para o mesmo resultado. Apesar de diferentes abordagens, para a amostra analisada, a migração para o Novo Mercado não foi suficiente, por si só, para gerar criação de valor. A amostra deste estudo foi composta apenas por 10 empresas, não financeiras, que migraram entre 2016 e 2025, 100 observações em painel, permitindo pouca variação transversal da variável Novo Mercado e reduzindo o poder estatístico para detectar o efeito da migração ao segmento Novo Mercado.

A inexistência de significância estatística para a variável Novo Mercado pode refletir tanto na ausência de efeito econômico quanto as limitações decorrentes do reduzido número de empresas que efetivamente migraram no período analisado. Embora este estudo tenha contribuído para compreensão dos efeitos da adesão ao segmento Novo Mercado sobre a criação de valor das empresas brasileiras, algumas limitações devem ser reconhecidas. O número reduzido de empresas que migraram entre 2016 e 2025 restringe o tamanho da amostra e poder estatístico das análises.

Para pesquisas futuras, recomenda-se a ampliação do período de análise e inclusão de novos eventos de adesão ao Novo Mercado, possibilitando o aumento da amostra, e consequentemente, maior poder estatístico para identificação dos efeitos da migração sobre a criação de valor das empresas. Adicionalmente, pode-se incorporar variáveis específicas de governança corporativa, como estrutura de propriedade, composição do conselho de administração e nível de transparência das empresas, permitindo compreender quais mecanismos de governança efetivamente contribuem para a criação de valor, além da adesão ao segmento Novo Mercado.

Referências

B3. (2025). *Sobre segmentos de listagem*. B3. Recuperado em 27 de maio de 2026, de https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/

Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. Journal of Financial Economics, 9(1), 3-18. https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0

Black, B. S., Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, *20*, 176–195. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.04.004

Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy, 25*(4), 409–434. https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics, 14*(1), 3-31. https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X

Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças, 24*(62), 142-153. https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005

Cardoso, G., Carr, D. D., & Rogers, P. (2019). Does corporate governance matter for stock returns volatility in the Brazilian context? Corporate Governance: *The International Journal of Business in Society, 19*(6), 1236–1252. https://doi.org/10.1108/CG-03-2019-0083

Carvalhal-da-Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2003). Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. *Frontiers in Finance and Economics, 1*(1), 1-16. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.477302

Carvalhal-da-Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças, 3*(1), 1-18. https://doi.org/10.12660/rbfin.v3n1.2005.1143

Carvalhal-da-Silva, A. L., & Quental, G. (2008). Migration to "Novo Mercado": Does it really mean improvement of corporate governance practices?. *Corporate Ownership and Control, 6*(1), 78–86. https://doi.org/10.22495/cocv6i1p8

Carvalhal-da-Silva, A. L., & Subrahmanyam, A. (2007). Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: Evidence from the Brazilian stock market. *Journal of Corporate Finance, 13*(1), 1-24. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.12.003

Carvalho, A. G., & Pennacchi, G. G. (2012). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance, 18*(4), 883-903. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.01.003

Costa Jr, N. C. (1994). Overreaction in the Brazilian stock market. *Journal of Banking & Finance, 18*(4), 633-642. https://doi.org/10.1016/0378-4266(94)00011-5

Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. *Journal of accounting research, 46*(5), 1143-1181. https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00301.x

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review, 10*(1), 1-21. https://doi.org/10.2307/2525569

Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics, 116*(1), 1-22. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010

Ganz, A. C. S., Schlotefeldt, J. O., & Rodrigues Junior, M. M. (2020). Modelos de precificação de ativos financeiros e governança corporativa. *Revista de Administração Mackenzie, 21*(2), 1–27. https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF200010

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics, 118*(1), 107–156. https://doi.org/10.1162/00335530360535162

Gorga, É. (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), 439-554. https://doi.org/10.31228/osf.io/h7zw2

Graham, J. R., & Leary, M. T. (2011). A review of empirical capital structure research and directions for the future. *Annual Review of Financial Economics, 3*(1), 309–345. https://doi.org/10.1146/annurev-financial-102710-144821

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2008). Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. *RAE-Revista De Administração De Empresas, 48*(2), 87–125. Recuperado de https://periodicos.fgv.br/rae/article/view/36604. (Trabalho original publicado em 1976 no *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360)

Jiraporn, P., Miller, G. A., Yoon, S. S., & Kim, Y. S. (2008). Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis, 17*(3), 622-634. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2006.10.005

Jiraporn, P., Singh, M., & Lee, C. I. (2009). Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships. Journal of Banking & Finance, 33(5), 819-828. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.09.020

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

Lima, S. H. O., Oliveira, F. D., Cabral, A. C. A., Santos, S. M. dos, & Pessoa, M. N. M. (2015). Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. *REGE - Revista de Gestão, 22*(2), 187-204. https://doi.org/10.5700/rege558

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature, 35*(1), 13-39. http://www.jstor.org/stable/2729691

Miranda, K. F., Melo, J. R. d. A., & Martins, O. S. (2021). Firms' legitimation through corporate governance and its association with risk and return in Brazil. *RAUSP Management Journal, 56*(1), 55-70. https://doi.org/10.1108/RAUSP-05-2020-0087

Monaco, D. C. (2007). Corporate governance in Brazil: A study on 647 open corporations. *Corporate Ownership & Control, 4*(4), 160-165. https://doi.org/10.22495/cocv4i4p14

Pinheiro, L. E. T., Neves, P. A., Souza, R. M. de, & Casabianca, M. L. (2019). Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras. *Revista Contemporânea De Contabilidade, 16*(41), 3–22. https://doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n41p3

Ribeiro, J. E., & Souza, A. A. D. (2023). Índice de governança corporativa e desempenho de mercado: evidências no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças, 34*, e1756. https://doi.org/10.1590/1808-057x20231756.pt

Rogers, P., Dami, A. B. T., de Sousa Ribeiro, K. C., & de Sousa, A. F. (2008). Corporate governance and ownership structure in Brazil: causes and consequences. *Corporate Ownership & Control, 5*(2), 36-54. https://doi.org/10.22495/cocv5i2p4

Rossoni, L., & Machado-da-Silva, C. L. (2013). Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&F Bovespa. *Revista de Administração de Empresas, 53*(3), 272-289. https://doi.org/10.1590/S0034-75902013000300005

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance, 52*(2), 737–783. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x

Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas, 48*(2), 51-66. https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000200005

Silveira, A. D. M. D., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *REAd: Revista Eletrônica de Administração, 14*(3), 512-540. http://hdl.handle.net/10183/20746