

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Luiz Henrique de Sousa Uchiyama

**Análise da Relevância do Segmento “Novo Mercado” no Desempenho das Ações do
Setor de Energia Elétrica no Brasil**

Florianópolis

2022

Luiz Henrique de Sousa Uchiyama

**Análise da Relevância do Segmento “Novo Mercado” no Desempenho das Ações do
Setor de Energia Elétrica no Brasil**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito legal para obtenção de título de bacharel em Ciências Contábeis.

Professor(a) Orientador(a): Edilson Paulo

Florianópolis

2022

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Uchiyama, Luiz Henrique de Sousa

Análise da relevância do segmento "Novo Mercado" no desempenho das ações do setor de energia elétrica no Brasil / Luiz Henrique de Sousa Uchiyama; orientador, Edilson Paulo, 2022.

35 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio
Econômico, Graduação em Ciências Contábeis, Florianópolis,
2022.

Inclui referências.

1. Ciências Contábeis. 2. Governança Corporativa. 3.
Segmentos de Listagem. 4. Novo Mecado. 5. Desempenho. I.
Paulo, Edilson. II. Universidade Federal de Santa
Catarina. Graduação em Ciências Contábeis. III. Título.

Luiz Henrique de Sousa Uchiyama

Análise da Relevância do Segmento “Novo Mercado” no Desempenho das Ações do Setor de Energia Elétrica no Brasil

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Contábeis e aprovado em sua forma final pelo pelos membros da banca examinadora.

Florianópolis, 07 de março de 2022

Prof. Roque Brinckmann Dr.
Coordenador do TCC

Banca Examinadora:

Prof. Edilson Paulo, Dr.
Orientador(a)
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof^a. Denize Demarche Minatti Ferreira, Dr^a.
Avaliador(a)
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof^a. Katia Dalcero, M^a.
Avaliador(a)
Universidade Federal de Santa Catarina

Este trabalho é dedicado aos meus familiares, amigos e professores que sempre me apoiaram em todos os desafios.

AGRADECIMENTOS

Ao meu pai, Valdir Massashi Uchiyama, que me ensinou a ser justo, honesto e dedicado, que sempre me apoiou nos momentos mais difíceis e que me deu todo o suporte para a realização dos meus sonhos.

À minha namorada, Roberta Silva de Melo, que me incentivou e apoiou em toda a trajetória da faculdade, que mesmo nos dias mais difíceis faz tudo ficar mais feliz. Você é muito especial e merece toda a felicidade do mundo! Te amo.

À minha avó, que me criou e educou desde os primeiros anos de vida e que está sempre disponível para ajudar, não importa qual seja a situação.

Aos meus amigos que fazem todos os dias parecerem mais alegres e divertidos, sempre dividindo momentos bons e apoiando em momentos ruins. Obrigado!

À minha ex-chefe, Eliara Detoni, que além de transmitir conhecimento, também transmitiu ensinamentos de vida que mudaram completamente a minha visão sobre o mundo e a forma de lidar com ele.

E por fim, ao meu orientador, que mesmo com todas as adversidades me ajudou finalizar essa caminhada rumo à conclusão de curso.

RESUMO

As práticas de governança corporativa (GC) é uma das diferentes variáveis que influenciam o desempenho das ações listadas na bolsa de valores que se destacam por listar exigências e normatizações por parte da B3. Em tais práticas, cada segmento apresenta os requisitos para adesão, sendo o “Novo Mercado” o mais alto nível. Entretanto, parte das empresas listadas no setor de energia elétrica da B3 não aderiram a tal nível de governança corporativa, o que levanta questionamentos quanto a relevância dos benefícios e dos custos das práticas exigidas no segmento “Novo Mercado” em relação aos impactos no desempenho e volatilidade das ações que causam. O objetivo do estudo é avaliar o impacto da listagem no Novo Mercado no desempenho e volatilidade das ações das empresas do setor de energia elétrica da listadas na B3. O presente estudo caracteriza-se como de natureza descritiva e abordagem quantitativa, utilizando de análise documental por meio da coleta das cotações diárias das ações e aplicação dos testes estatísticos de diferença de média e homogeneidade de variância, comparando o retorno e o risco das ações listadas no segmento Novo Mercado em relação aos demais níveis de governança corporativa. Encontrou-se evidências de que a listagem de empresas de energia elétrica no segmento Novo Mercado de governança corporativa da B3 não garante melhor retorno de suas ações na bolsa de valores, mas que pode proporcionar menor volatilidade para as ações listadas em tal segmento. Tal achado evidencia a relevância do estudo, tendo em vista que pode afetar diretamente o crescimento e desenvolvimento do mercado, uma vez que parte do financiamento das empresas advém da abertura de capital e, portanto, dos investidores minoritários que buscam rentabilidade e segurança, exatamente as duas métricas utilizadas para demonstrar o impacto da governança corporativa no desempenho e volatilidade das ações.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Segmentos de Listagem. Energia Elétrica. Desempenho. Novo Mercado.

ABSTRACT

Corporate governance practices (GC) is one of the different variables that influence the performance of shares listed on the stock exchange that stand out for listing requirements and regulations by B3. In such practices, each segment presents the requirements for adhesion, with the “Novo Mercado” being the highest level. However, part of the companies listed in the B3 electric energy sector did not adhere to this level of corporate governance, which raises questions about the relevance of the benefits and costs of the practices required in the “Novo Mercado” segment in relation to the impacts on performance and volatility of the actions they cause. The objective of the study is to evaluate the impact of listing on the Novo Mercado on the performance and volatility of shares of companies in the electricity sector listed on B3. The present study is characterized as descriptive in nature and with a quantitative approach, using document analysis through the collection of daily quotations of shares and application of statistical tests of difference in mean and homogeneity of variance, comparing the return and risk of the listed shares in the Novo Mercado segment in relation to the other levels of corporate governance. Evidence was found that listing electric energy companies in the Novo Mercado segment of B3's corporate governance does not guarantee a better return on their shares on the stock exchange, but that it may provide less volatility for the shares listed in such segment. This finding highlights the relevance of the study, considering that it can directly affect the growth and development of the market, since part of the financing of the companies comes from the IPO and, therefore, from minority investors seeking profitability and security, exactly as two metrics used to demonstrate the impact of corporate governance on stock performance and volatility.

Keywords: Corporate Governance. Listing Segments. Electricity. Performance. New Market.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Histograma de distribuição	25
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatística descritiva	27
Tabela 2 – Média de retorno das ações	28
Tabela 3 – Homogeneidade de variância do retorno das ações.....	29

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Empresas e histórico de listagem	24
---	----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 OBJETIVOS	13
1.1.1 Objetivo Geral	13
1.1.2 Objetivos Específicos	13
1.2 JUSTIFICATIVA	14
1.3 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO	14
1.4 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	16
2.2 NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	17
2.3 RETORNO E VOLATILIDADE DE AÇÕES.....	19
2.4 ESTUDOS RELACIONADOS	20
3 METODOLOGIA.....	23
3.1 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO	23
3.2 PROCESSO DE COLETA DE DADOS.....	23
3.3 PROCESSO DE TRATAMENTO DE DADOS	24
4 ANÁLISE DE RESULTADOS.....	27
4.1 RETORNO DAS EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO	28
4.2 RISCO DAS EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO	29
5 CONCLUSÃO.....	31
REFERÊNCIAS	33

1 INTRODUÇÃO

Para os investidores, sejam eles acionistas minoritários ou majoritários, é interessante que o acompanhamento da gestão da empresa para obtenção de melhor desempenho econômico e conseqüentemente do desempenho e volatilidade de suas ações listadas na bolsa de valores (VILHENA; CAMARGOS, 2015).

Além disso, do ponto de vista do investidor é relevante entender e mensurar como uma empresa em particular afeta o risco geral da carteira de uma carteira de investimentos (MACEDO; MELLO; TAVARES, 2006). Para tal, faz-se necessário a utilização das métricas de taxa de retorno e o desvio-padrão para avaliar o desempenho e volatilidade de suas aplicações na bolsa de valores (MONTE ET AL, 2010).

Segundo Monte et al. (2010), a valorização e a liquidez das ações, ou em outras palavras, o desempenho e a volatilidade são influenciados por conceitos básicos que dão origem à governança corporativa (GC) como, por exemplo, a segurança, os direitos e a qualidade de informações reportadas pelas companhias.

Entretanto, dentre as variáveis que influenciam o retorno e o risco das ações das empresas de capital aberto, a governança corporativa e suas práticas destacam-se pela exigência e normatização por parte da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) por meio dos níveis de governança corporativa, em que cada qual tem suas exigências e requisitos para adesão, sendo o Novo Mercado o mais elevado nível (B3, 2019).

Portanto, a adesão ao Novo Mercado deveria trazer benefícios de menor risco e maior retorno para os sócios minoritários, já que segundo Fuenzalida et al. (2013), a empresa que divulga informações de maior qualidade e confiabilidade, transmitindo confiança para os investidores, apresentará valorização e menor risco nas ações listadas.

Além disso, tal adesão proporcionaria eficiência na gestão para a empresa, já que, segundo Darosi (2014), a governança corporativa aumenta a eficiência de gestão por contemplar controles internos e externos, harmonizando conflitos de interesse entre gestores e acionistas.

Apesar de tais benefícios, conforme dados do *website* da B3 (2022), parte das empresas listadas no setor de energia elétrica da B3 não aderiram ao segmento Novo Mercado de governança corporativa.

O que pode indicar conflitos de interesse relacionados à alta regulação do setor pelas diretrizes do governo, e principalmente ao controle majoritariamente estatal que pode visar

interesses diversos aos dos sócios minoritários, tornando a adesão pouco vantajosa para os sócios majoritários e seus gestores (ANTUNES, 2008).

Os sócios majoritários, preferem não aderir ao Novo Mercado por conta da obrigatoriedade de oferecer somente ações ordinárias na bolsa de valores, o que reduz controle acionário, ou seja, quanto maior a concentração de ações ordinárias, menor a probabilidade de adesão. (ANJOS; ZEIDAN, 2009).

Porém, Monte et al. (2010) alertam que a premissa de valorização das ações é influenciada positivamente pelo nível de segurança dos investidores, por conta dos direitos estabelecidos, e pela qualidade de informação prestada. Isto é, o segmento listagem Novo Mercado, por estabelecer direitos e exigir qualidade de informação, pode impactar o diretamente o desempenho e a volatilidade das ações na bolsa valores.

Baseado no exposto acima, levantou-se o seguinte problema: **Qual o impacto da adesão ao Novo Mercado no desempenho e volatilidade das ações das empresas listadas no setor de energia elétrica da B3?**

1.1 OBJETIVOS

A fim de responder ao problema apresentado, determinou-se os seguintes objetivos geral e específicos:

1.1.1 Objetivo Geral

Avaliar o impacto no desempenho e volatilidade das ações das empresas do setor de energia elétrica listadas na B3 que adotam o “Novo Mercado”.

1.1.2 Objetivos Específicos

Com o intuito de atingir o objetivo geral da pesquisa, os seguintes objetivos específicos serão considerados:

- a) Verificar o desempenho das ações das empresas do setor de energia elétrica;
- b) Comparar as ações listadas no Novo Mercado e as listadas nos demais níveis de governança corporativa em termos de risco e retorno.

1.2 JUSTIFICATIVA

Esta pesquisa justifica-se pela importância, viabilidade e originalidade (CASTRO, 2006), a importância deve-se ao fato de abordar um setor com controle majoritariamente estatal, alta regulação, relevante para a economia e representativo para o país, contribuindo ainda mais para o impacto da presente pesquisa (ANTUNES, 2008).

Em relação à viabilidade, pode-se destacar a relevância do tema, já que segundo a B3 (2019), a governança corporativa pode afetar diretamente o desenvolvimento do mercado de capitais, uma vez que grande parte do financiamento das grandes empresas advém da abertura de capital por meio da bolsa de valores e, portanto, dos investidores minoritários que são atraídos pelas regras e pela redução do risco proporcionada pelos segmentos de listagem.

Por fim, a originalidade advém da especificidade de analisar um setor, que não foi abordado de muitas pesquisas relacionadas a área no Brasil e ao foco especificamente no segmento Novo Mercado. Diferentemente de outras pesquisas dessa mesma área, como os estudos de Santos et al. (2019) que visa demonstrar o impacto da mudança de um segmento de listagem para outro no desempenho econômico e no valor de mercado das empresas. Souza e Marcon (2007) que investigaram a relação entre o desempenho econômico e de mercado das companhias listadas em bolsa de valores e os níveis de governança corporativa da B3. Darosi (2014) que busca verificar em quanto à adesão as práticas de governança corporativa impactam no desempenho financeiro das empresas de energia elétrica do Brasil. E Rocha, Contani e Reco (2017) que analisaram a correlação entre os níveis diferenciados de governança corporativa e o desempenho das ações das empresas de consumo e varejo da B3.

1.3 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

É importante destacar que a metodologia utilizada para análise do desempenho das ações foi baseada no estudo de Rocha, Contani e Reco (2017), diferenciando-se apenas no que tange ao foco nos segmentos de listagem. Desta forma, a presente pesquisa delimitou-se a analisar somente empresas do setor de energia elétrica brasileiras listadas na B3 entre o começo de 2016 e o final de 2019, tendo em vista o fácil acesso aos dados das instituições em questão e suas respectivas variações de preço na bolsa de valores para fins de análise de desempenho e volatilidade.

1.4 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO

A presente pesquisa apresenta, a primeira seção de introdução que está dividida em quatro subseções, sendo elas: contextualização, objetivos, geral e específicos, justificativa, delimitação organização do estudo.

O referencial teórico na segunda seção está subdividido em quatro seções: governança corporativa, níveis de governança corporativa, retorno e volatilidade de ações e estudos relacionados.

A metodologia na terceira seção, que por sua vez possui três subseções: enquadramento metodológico, processo de coleta de dados e processos de tratamento/análise de dados.

E na quarta seção apresenta-se a análise de resultados, também subdividida em três, estatística descritiva, retorno das ações do Novo Mercado e risco das ações do Novo Mercado.

Na quinta seção, encontra-se a conclusão e por fim, as referências bibliográficas ao final do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico abrange os seguintes assuntos: Governança Corporativa, Níveis de Governança Corporativa no Brasil, Retorno e Volatilidade de Ações e outras pesquisas relacionadas ao tema.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O interesse pelo estudo da governança corporativa existe desde a década de 1940. Nessa época, Berle e Means, os precursores da governança corporativa, investigaram as modalidades de controle das 200 maiores empresas norte-americanas no início da década de 1930, período em que pesquisas buscaram compreender as relações entre as regras de gestão e a maximização de capitais. (PEIXOTO, 2011)

As discussões sobre a importância do tema se intensificaram desde a década de 1980, devido a diversos fatores, dentre eles, a crise financeira internacional de 2008 e os escândalos corporativos nos Estados Unidos. Estes como, por exemplo, o da Enron e Arthur Andersen que foram à falência por fraude contábil e fiscal ou, até mesmo, o da Xerox que manipulou demonstrações financeiras a fim de inflar as receitas da empresa (BECHT; BOLTON; ROELL, 2002).

Neste momento, identificou-se a necessidade de adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa por parte das empresas para desenvolvimento econômico e para a promoção de segurança e bem-estar social, devido à redução de impactos negativos que essas práticas proporcionam em momentos de crise (OCDE, 2019). Redução que advém, principalmente, da melhor evidenciação de informações, já que, a governança corporativa, segundo Monte et al. (2010), enfatiza a transparência das organizações ao transmitir informações, por meio dos relatórios e demonstrações financeiras.

Adicionalmente, de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (2019), a governança corporativa é o conjunto de práticas que otimiza o desempenho de uma companhia ao proteger e beneficiar todas as partes envolvidas na instituição, facilitando o crescimento da empresa e a inserção de novos investidores e credores.

Essa maior facilidade condiz com o conceito de que a prática da governança corporativa se insere no contexto da busca pelo fortalecimento do mercado acionário à medida que objetiva reduzir os potenciais conflitos de interesses existentes, visando a maximização do

valor da empresa e, por consequência, maior retorno para os acionistas, proprietários e demais envolvidos (NASCIMENTO; BIANCHI; TERRA, 2007).

Nascimento, Bianchi e Terra (2006) resumem a GC como um esforço constante de alinhar os interesses de acionistas minoritários com os objetivos da alta administração das empresas, por meio de monitoramento mais eficiente.

Entretanto, os conceitos de GC, segundo Freitas (2018) convergem para um sistema ou conjunto de mecanismos pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas ou controladas, e que deve especificar os direitos e as responsabilidades entre as partes envolvidas na instituição. Tais partes são os acionistas ou cotistas, o conselho de administração, a diretoria executiva, o conselho fiscal e a auditoria independente.

Neste sentido, pode-se relacionar a governança corporativa como sistema que têm como objetivos principais garantir os direitos e proporcionar incentivos e melhor monitoramento nas empresas, envolvendo a relação das partes envolvidas. Ou seja, protegendo os acionistas diante dos possíveis abusos dos gestores e os acionistas minoritários frente aos interesses individuais dos majoritários (IBGC, 2019).

Com base nesses conceitos, pode-se dizer que a governança corporativa é uma ferramenta que contempla os papéis, as responsabilidades e equilíbrio de poder entre os executivos, diretores, acionistas e de todos os grupos que de alguma forma interagem com a empresa e apresentam interesses seja financeiros, trabalhistas, sociais ou ambientais; os chamados *stakeholders* (DAROSI, 2014).

Baseado nessa definição, é possível identificar que os distintos modelos de GC ao redor do mundo têm relação direta com o grau de evolução do sistema financeiro e legal do país, concluindo-se que, em países menos desenvolvidos, as práticas de governança são quase inexistentes (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Entretanto, por conta da globalização e competitividade dos mercados atuais, as práticas de governança, a qualidade e a responsabilidade dessas instituições são cada vez mais incentivadas a fim de prosperar no ambiente em que se encontram (MONTE ET AL., 2010) Baseada nessa competitividade e na globalização, a B3 S/A criou os níveis diferenciados de governança corporativa, que foram inspirados no *Neuer Markt* da Alemanha, que exige a adoção de práticas corporativas superiores que funcionam como uma forma de evidenciar quais empresas assumem tais responsabilidades (CARVALHO, 2002).

2.2 NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os níveis de governança corporativa foram criados para melhorar desenvolvimento do mercado de capitais por meio da adequação das regras e segmentos aos diferentes perfis das empresas brasileiras (B3, 2019). Deste modo, a aderência à tais níveis de governança corporativa, possibilita a valorização dessas companhias e a atração de novos investidores, ao assegurar mais direitos aos acionistas, reduzindo o risco do investimento no mercado de ações. (FERREIRA; SILVA, 2016)

Para este fim, as companhias com ações classificadas nos segmentos de listagem diferenciados da B3 apresentam melhorias na prestação de informações ao mercado, promovem dispersão do controle acionário, adotam um conjunto de regras mais amplo de práticas de governança, ampliando os direitos dos acionistas minoritários, além de outras obrigações que vão além das dispostas pela legislação (ALMEIDA; SCALZER; COSTA, 2008).

Cada um desses níveis tem exigências e práticas que crescem conforme o aumento do nível de governança, sendo o “Novo Mercado” o nível que conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa (B3, 2022).

Assim dizendo, a expectativa é que, a empresa, ao aderir a qualquer um desses níveis diferenciados obtenha melhor imagem e reputação junto aos investidores, grupos de interesse e a sociedade como um todo, alcançando desta forma uma posição de destaque no mercado de capitais (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

Entretanto, apesar de pactuar da mesma visão, Pitzer (2011) destaca a existência de custos para as empresas que aderem a tais segmentos diferenciados de GC. Porém ressaltando um maior retorno obtido pela implementação dos controles diferenciados, uma maior liquidez das ações, uma melhor avaliação do mercado, um preço maior de suas ações, entre outros.

Estes retornos sustentam a visão de Terra e Lima (2006), que diz que a proteção aos acionistas minoritários, como questão central para a GC, é o que proporciona o desenvolvimento do mercado de capitais, os financiamentos de novos projetos das empresas e, conseqüentemente, melhor desempenho das ações na bolsa de valores. Ou seja, teoricamente, deveria existir, nos acionistas minoritários, uma alternativa acessível à captação de recursos para as empresas e uma forma de melhorar o desempenho das suas ações.

Visão esta que já era reconhecida por algumas empresas listadas na B3, na época BM&F BOVESPA, uma vez que Colombo e Galli (2012) relatam que uma parte das companhias brasileiras já adotava algumas práticas de Governança Corporativa antes do surgimento das regras para listagem da B3 em dezembro de 2000. Porém, não havia critérios adequados que pudessem sinalizar e mostrar, aos investidores, as vantagens oferecidas pelas empresas que adotavam tais práticas.

Segundo Vilhena e Camargos (2015), para evidenciar quais empresas adotavam as boas práticas de governança corporativa, a bolsa de valores implantou o Novo Mercado e os demais níveis diferenciados de governança corporativa visando proporcionar aos investidores e companhias um ambiente de negociação em que pairasse transparência, prestação de contas assim como responsabilidade corporativa. O que, conseqüentemente, proporcionaria o aumento do interesse dos investidores e a valorização das companhias tanto no âmbito econômico, quanto na melhora de sua imagem perante os *stakeholders*.

2.3 RETORNO E VOLATILIDADE DE AÇÕES

A valorização de ativos financeiros, sejam eles quais forem, representa as expectativas dos *stakeholders* daquela instituição decorrentes das informações disponíveis no mercado (RELLY; NORTON, 2008).

Toda via, além de guiar-se pelas informações fornecidas pelas empresas, os investidores norteiam suas decisões por meio do retorno e risco de suas aplicações financeiras, utilizando-se a taxa de retorno esperada e o desvio-padrão como medidas para avaliar o desempenho e volatilidade de suas aplicações na bolsa de valores (MONTE ET AL, 2010).

Ou seja, as variações no preço dos ativos são elemento central na avaliação do desempenho e volatilidade das ações negociados em bolsa (DAMODARAN, 2007).

Tais variações podem tanto atrair o investidor quanto desestimulá-lo por conta da relação direta entre a métrica de desvio-padrão e o retorno médio esperado. Quer dizer que, a correlação entre o risco e o retorno estabelece que o aumento de um ocasiona aumento proporcional do outro, e o inverso dessa situação também é verdade (MONTE EL AL, 2010).

Apesar dessa relação direta, a variância do retorno, ou seja, o risco de determinado ativo é indesejável, enquanto o retorno esperado é algo desejável na composição de uma carteira (BERNSTEIN, 1997). Tornando verídico o conceito de que o investidor busca maximizar seu retorno, porém respeitando o limite de risco que atenda às suas preferências ao compor uma carteira de investimentos (ASSAF NETO, 2007).

Entretanto, quando se utiliza o termo risco referente à investimentos na bolsa de valores, tratamos da possibilidade de obter retornos abaixo do esperado. Isto é, a probabilidade de baixo desempenho em relação à expectativa ou retorno negativo torna o investimento mais arriscado do ponto de vista do investidor (MACEDO; MELLO; TAVARES, 2006).

Tais probabilidades que influenciam as decisões de investimento não são baseadas em ideias absolutas e, na verdade, faz-se necessário a introdução da variável incerteza em relação

à expectativa de retorno, visto que as decisões estão voltadas para as estimativas de resultados futuros (MONTE ET AL. 2010).

Portanto, sob a condição da variável de incerteza, é preciso fazer medições e ter racionalidade nas tomadas de decisões, em outras palavras, é de necessidade de qualquer investidor mensurar o risco nas decisões de quaisquer investimentos a serem realizados (BERNSTEIN, 1997).

Essa mensuração deve considerar que o risco é composto por duas vertentes, o risco sistemático que não pode ser eliminado por estratégias de diversificação por ser inerente ao mercado. E o risco específico, ou não sistemático, que deriva do próprio ativo financeiro, pode ser eliminado por meio da diversificação e reflete as incertezas ligadas ao mesmo (FLEURIET, 2004).

Os riscos sistemático e específico são independentes, toda via não podem ser isolados e fazem parte da composição uma carteira de investimentos, por serem inerentes aos ativos que constituem o portfólio. Portanto, do ponto de vista do investidor é relevante entender e mensurar como o risco não sistêmico de um ativo em particular afeta o risco geral das suas aplicações em bolsa de valores (MACEDO; MELLO; TAVARES, 2006).

Por serem motivados por essa mensuração e pela redução das incertezas na tomada de decisão é que os investidores visam os níveis diferenciados de governança corporativa da B3. Isso porque a adoção das boas práticas de GC exigidas pelos segmentos de listagem diminuem as percepções de risco e as inseguranças inerentes aos ativos ao investir. Assim dizendo, as empresas que divulga informações de maior qualidade e confiabilidade, transmite confiança para os investidores dispostos a adquirir ações da companhia que, conseqüentemente, apresentarão valorização e estabilidade das ações listadas em bolsa (FUENZALIDA ET AL, 2013).

2.4 ESTUDOS RELACIONADOS

Darosi (2014) apresenta conceitos e definição para o desenvolvimento do presente trabalho e foca em sociedades de energia elétrica brasileiras, porém sem destacar o segmento de listagem Novo Mercado. Além disso, o mesmo autor concluiu que não há evidências empíricas da influência da governança corporativa no desempenho financeiro das empresas do setor de energia elétrica, utilizando de indicadores financeiros para chegar a tal conclusão.

Apesar de abordar o tema Governança Corporativa de forma mais genérica, Silva Santos et al. (2019) apresentam os assuntos de forma concisa, além de conceituar e discorrer

sobre os níveis diferenciados de governança corporativa, porém sem analisar um setor específico da B3. Os autores encontraram evidências de que a mudança segmento de listagem para outro mais elevado provoca alterações na média de retorno sobre o ativo, no nível de endividamento, no lucro por ação e no valor de mercado da empresa.

Souza e Marcon (2007), de forma similar ao presente estudo, compararam o desempenho econômico e o de mercado das empresas classificadas nos níveis de governança corporativa da B3, diferenciando-se no foco no segmento Novo Mercado. De modo geral, contempla os níveis diferenciados de GC genericamente, diferentemente do que aqui se busca analisar, mas contribui no que tange os níveis de governança corporativa e seus impactos no desempenho. Adicionalmente, trazem evidências de que a migração para os níveis diferenciados de governança corporativa pode trazer maior retorno na valorização das ações na bolsa de valores.

Rocha, Contani e Reco (2017) focaram na análise do desempenho das ações de um setor específico, porém a pesquisa analisou o setor de consumo e varejo. O estudo forneceu uma base teórica e metodológica para a presente pesquisa e demonstrou que as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa apresentaram menor risco que as empresas listadas no segmento tradicional, porém sem apresentar necessariamente um maior retorno.

Oliveira (2019) fornece uma base de conceitos fundamental para o tema, mas diferentemente do presente trabalho, o estudo abrange todos os setores da B3 e verifica os segmentos Bovespa Mais. Como resultado, os autores não inferiram melhora no desempenho econômico por conta da listagem nos segmentos Bovespa Mais.

Monte et al. (2010) focaram na relação entre a transparência proporcionada pela governança corporativa e o risco ou, em outras palavras, volatilidade das ações das respectivas empresas e demonstrou que as empresas listadas no Novo Mercado apresentavam menor volatilidade do que todas as ações das empresas dos demais segmentos de listagem da B3.

Freitas et al. (2018) forneceram base teórica em relação ao conceito de governança corporativa, mas analisaram o desempenho econômico-financeiro ao invés do desempenho das ações na bolsa de valores, especificando, ainda, o foco em bancos listados na B3 e períodos de crise no Brasil. Os resultados do estudo apontam relação negativa entre governança corporativa e desempenho nas ações do setor bancário, porém significativa entre GC e crise.

Silva et al. (2016) além de analisarem o desempenho entre todos os níveis diferenciados de governança corporativa e o tradicional, fizeram comparações de setores

distintos, enfatizando a diferença de regulação entre os setores bancário e industrial. Dessa forma, contribuiu teoricamente por meio de questões centrais de GC e seus conceitos.

Vilhena e Camargos (2015) ofereceram conceitos e instituições base, relacionados à área e dela extraiu-se conceitos que ajudaram a compreender a GC e os níveis de governança corporativa. Apesar disso, o estudo não foca no “Novo Mercado” e abrange os diversos setores da economia, ou seja, não tem relação alguma com a metodologia do presente estudo. Os autores verificaram que as empresas que adotaram práticas diferenciadas de governança corporativa são mais suscetíveis a criar valor para seus acionistas do que as pertencentes ao mercado tradicional.

3 METODOLOGIA

3.1 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO

O presente estudo caracteriza-se como de natureza descritiva (GIL, 1999), tendo em vista seu intuito de apenas analisar e descrever as relações entre o desempenho e volatilidade das ações de empresas de capital aberto listadas no setor de energia elétrica da B3 e seus respectivos segmentos de listagem.

Quanto à abordagem, define-se como quantitativa (RICHARDSON, 1999), visto que a pesquisa analisa e verifica as relações por meio da aplicação de testes estatísticos de diferença de média e de homogeneidade de variância, comparando risco e retorno do segmento “Novo Mercado” em relação aos demais.

Em relação ao procedimento técnico, utilizou-se de análise documental visto que se considerou dados coletados do website da base Economatica referentes ao período de 04/01/2016 a 30/12/2019, período determinado justamente por ser longo o suficiente para proporcionar segurança e evitar distorções na base de dados, porém sem afetar a homogeneidade no sentido das observações. Vale destacar que para fins desta pesquisa, não foram analisados dados referentes aos anos de 2020 e 2021, devido à crise econômica e financeira originada da pandemia do COVID 2019, que poderia impactar os resultados.

Ou seja, quanto à coleta de dados, fez-se uso de dados secundários ao utilizar de informações públicas advindas de sites que tem como fonte os próprios dados cadastrais das empresas de capital aberto do setor em questão e suas respectivas cotações em bolsa de valores.

3.2 PROCESSO DE COLETA DE DADOS

Os dados coletados foram por meio do website da base Economatica, utilizando dos filtros de segmentos de listagem, setor e liquidez em bolsa, para que a falta desta última não causasse distorções relevantes na análise.

O filtro de segmento de listagem buscou atender ao objetivo de identificar o nível de governança corporativa das empresas listadas da B3 em todos os anos analisados, deste modo, abrangeu-se apenas empresas listadas nos segmentos Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Adicionalmente, de acordo com os filtros utilizados, foram excluídas empresas

estrangeiras que fossem listadas na B3 por meio de BDR (*Brazilian Depositary Receipts*) e empresas listadas que não tem capital aberto na bolsa de valores.

Quanto ao filtro de setor e de liquidez, que busca atender ao objetivo geral, selecionou-se o setor de energia elétrica e excluiu-se o restante, formando assim, com a filtro de liquidez, para evitar distorções relevantes nas cotações, uma amostra de 17 empresas do setor em questão.

Por fim, por conta do pouco tempo de listagem e para manter a homogeneidade das observações, excluiu-se uma empresa do Novo Mercado que abriu capital em 2018, totalizando uma amostra final de 16 empresas analisadas. (Quadro 1)

Quadro 1 – Empresas e histórico de listagem

Nome	Listagem 2016	Listagem 2017	Listagem 2018	Listagem 2019
AES Brasil	N2	N2	N2	N2
Alupar	N2	N2	N2	N2
Cemig	N1	N1	N1	N1
Cesp	N1	N1	N1	N1
Coelce	T	T	T	T
Copel	N1	N1	N1	N1
CPFL Energia	NM	NM	NM	NM
Eletrobras	N1	N1	N1	N1
Energias BR	NM	NM	NM	NM
Energisa	N2	N2	N2	N2
Eneva	NM	NM	NM	NM
Engie Brasil	NM	NM	NM	NM
Equatorial	NM	NM	NM	NM
Light S/A	NM	NM	NM	NM
Taesa	N2	N2	N2	N2
Tran. Paulista	N1	N1	N1	N1

Fonte: Dados da pesquisa (2022). Nota: T = Segmento Tradicional; N1 = Segmento Nível 1; N2 = Segmento Nível 2 e NM = segmento Novo Mercado.

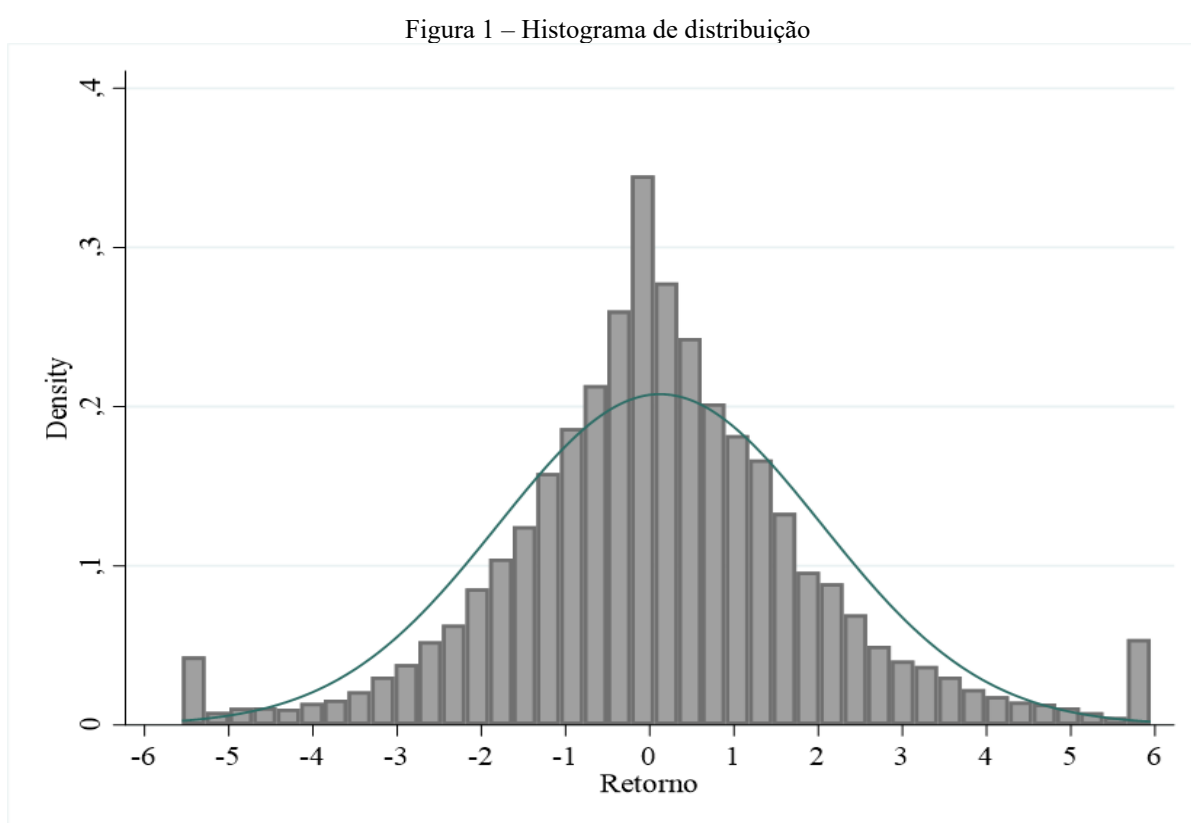
Com a amostra definida foi feita a coleta das cotações diárias das ações com maior liquidez no mercado e a divisão dos segmentos de listagem.

3.3 PROCESSO DE TRATAMENTO DE DADOS

No que tange ao desempenho e volatilidade das ações das empresas na bolsa, coletou-se as cotações diárias e a partir disso identificou-se a valorização ou desvalorização na bolsa de valores, baseado justamente em Rocha, Contani e Reco (2017) que realizaram os mesmos

processos nas empresas de consumo e varejo da B3, porém diferenciando-se na parte de conversão dos dados diários para semanais que não foram realizados no presente estudo.

Além disso, com o objetivo de verificar a viabilidade da utilização dos testes paramétricos de diferença de média e homogeneidade de variância, os dados foram *winsorizados* nos percentis de 1% e 99% para amenizar possíveis problemas causados por outliers na amostra, apesar da conclusão do teste não mudar. Com os dados *winsorizados*, efetuou-se análise gráfica por meio de histograma com a finalidade de verificar a forma de distribuição da variável de retorno, conforme apresentado na figura 1:



Fonte: Dados da pesquisa (2022)

A partir da figura 1, constatou-se que a variável de retorno apresenta distribuição próxima à normal, possibilitando a utilização dos testes paramétricos propostos e a continuidade do tratamento dos dados.

Após tais processos, foram aplicados os testes estatísticos “T” e “F”, baseados em Rocha, Contani e Reco (2017), para verificar as diferenças de médias e a homogeneidade de variância da amostra, que utilizaram, respectivamente, do retorno médio das ações e desvio-padrão para verificar o desempenho e o risco das empresas do segmento Novo Mercado em relação às ações dos demais segmentos de listagem.

Por fim, para melhor compreensão dos resultados da pesquisa foram formuladas as hipóteses de pesquisa:

- H1: As empresas listadas no segmento “Novo Mercado” possuem em média maior retorno que as empresas listadas nos demais segmentos;
- H2: As empresas listadas no segmento “Novo Mercado” possuem em média menor risco que as empresas listadas nos demais segmentos;

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Ao todo, foram observadas 12.757 observações das cotações diárias referentes às empresas do setor de energia elétrica listadas na B3. Para melhor compreensão dos resultados da pesquisa apresentou-se a estatística descritiva (Tabela 1):

Tabela 1 – Estatística descritiva

Variáveis	Média	D. Padrão	1º Quartil	Mediana	3º Quartil
Total	0,1214	1,9194	-0,9124	0,0398	1,1157
Demais segmentos	0,1100	1,9677	-0,9866	0,0436	1,1635
Novo Mercado	0,1285	1,8884	-0,8695	0,0393	1,0948

Fonte: Dados da pesquisa 2022)

As ações das empresas do setor de energia elétrica demonstraram média de retorno de 0,1214 e as ações das empresas do Novo Mercado denotam retorno maior do que a média total, com retorno médio de 0,1285, já as ações das empresas dos demais segmentos de listagem que apresentaram retorno médio de 0,11, menor do que a média total da amostra.

Em relação ao desvio-padrão, verificou-se um desvio total da amostra de 1,9194, destacando novamente o melhor resultado do segmento Novo Mercado. Este que apresentou desvio-padrão no retorno das ações de 1,8884. Por outro lado, verifica-se maior desvio-padrão das empresas dos demais segmentos de listagem de 1,9677 em relação ao desvio-padrão da amostra total.

Quanto ao 1º quartil, verificou-se que nas ações do segmento Novo Mercado, 75% dos retornos apresentados pela amostra são superiores à -0,8695, acima do 1º quartil da amostra total que foi de -0,9124 e das ações dos demais segmentos de listagem que foi de -0,9866. O achado aponta que as ações listadas no Novo Mercado apresentam menor desvalorização em relação às ações dos demais segmentos.

A mediana dos retornos das ações listadas no Novo Mercado não mostrou melhor desempenho que a mediana das ações das empresas dos demais segmentos, visto que o Novo Mercado apresentou mediana de 0,0393 e os demais, mediana de 0,0436.

Por fim, quanto ao 3º quartil, verificou-se que nas ações das empresas dos demais segmentos, 25% dos retornos apresentados pela amostra são superiores à 1,1635, acima inclusive do 3º quartil das ações listadas no Novo Mercado que foi de 1,0948, que se analisado justamente com os demais resultados apresenta indícios de maior variância nas ações dos

demais segmentos de listagem em relação ao Novo Mercado, porém não necessariamente melhor retorno médio.

4.1 RETORNO DAS EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO

A métrica de retorno, segundo Damodaran (2007), é derivada da variação das cotações das ações listadas na bolsa de valores e pode ser observada por meio do primeiro teste referente à diferença de média de retorno para a H1.

A fim de responder à afirmativa de que as empresas do Novo Mercado apresentam maior retorno do que as empresas de energia elétrica dos demais segmentos de listagem da B3, apresentou-se os resultados (Tabela 2):

Tabela 2 – Média de retorno das ações

Grupos	Média
Grupo 1 (Demais segmentos)	0,1100
Grupo 2 (Novo Mercado)	0,1214
Diferença	-0,0185
Teste t	-0,5312
p-valor	0,5953

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Nota: a hipótese nula do teste t de diferença de média é que não há diferença na média entre os dois grupos.

As ações das empresas listadas no Novo Mercado apresentaram retorno médio de 0,1214, enquanto as ações das empresas dos demais segmentos de listagem tiveram retorno médio de 0,11, ou seja, as ações das empresas listadas no Novo Mercado demonstraram maior média de retorno em relação às ações das empresas dos demais níveis de governança corporativa com diferença de 0,0185.

Ao analisar a estatística descritiva referente ao segmento Novo Mercado e o teste de diferença de média, pode-se verificar que apesar de apresentar maior retorno médio as empresas do Novo Mercado não necessariamente apresentaram retorno absoluto acima dos demais níveis diferenciados de governança.

Isso porque os resultados do 3º quartil e da mediana apontam que as empresas listadas dos demais segmentos denotam retorno superior ao Novo Mercado em termos absolutos, ou seja, 25% dos maiores retornos apresentados pelos demais níveis estão acima dos 25% dos maiores retornos do Novo Mercado.

O que condiz com a conclusão final de que para um nível de significância de 5%, não houve diferença estatisticamente relevante na média de retorno das ações, ou seja, rejeita-se H1 de que as ações das do Novo Mercado apresentam maior retorno do que aquelas listadas nos demais segmentos.

Estes resultados corroboram Rocha, Contani e Reco (2017) que utilizaram de teste de diferença de média de retorno nas variações dos preços das ações no setor de consumo e varejo e concluíram que não há evidências de maior retorno por aderência ao Novo Mercado. Monte et al. (2010) que, assim como no presente estudo, não encontrou evidências de que as ações listadas no segmento de listagem Novo Mercado apresentam melhor retorno médio em relação à todas as outras ações negociadas na B3 pertencentes aos demais níveis de governança corporativa do ano de 2006.

4.2 RISCO DAS EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO

A métrica de risco, segundo Monte et al. (2010), está diretamente relacionada com o desvio-padrão dos retornos apresentados pela amostra e pode ser observada pelo teste que verifica a homogeneidade de variância dos retornos para H2.

A fim de responder a afirmativa de que as ações das empresas listadas no Novo Mercado apresentarem menor volatilidade que as ações das empresas dos demais segmentos de listagem do setor de energia elétrica da B3, apontou-se os seguintes resultados (Tabela 3):

Tabela 3 – Homogeneidade de variância do retorno das ações

Grupos	Desvio-padrão
Grupo 1 (Demais segmentos)	1,9677
Grupo 2 (Novo Mercado)	1,8884
Diferença	0,0793
teste F	1,0857
p-valor	0,0013

Fonte: Dados da pesquisa (2022). Nota: a hipótese nula do teste de homogeneidade de variância é que as variâncias populacionais estimadas a partir de 2 grupos de uma amostra representativa são homogêneas ou iguais.

As ações das empresas que pertencem ao Novo Mercado apresentaram desvio-padrão de 1,8884, enquanto as ações das empresas dos demais níveis de governança corporativa tiveram desvio-padrão de 1,9677, ou seja, as ações das empresas listadas no segmento Novo Mercado denotam desvio-padrão menor do que as ações das empresas que pertencem aos demais segmentos de listagem, com uma diferença de 0,0793.

Ao verificar o teste de homogeneidade de variância e a estatística descritiva do estudo, pode-se concluir que os resultados tanto dos 1º e 3º quartil quanto do desvio-padrão da amostra comprovam a maior volatilidade das ações dos demais segmentos de listagem em comparação ao Novo Mercado.

Visto que o intervalo de retorno entre 1º quartil e o 3º quartil é maior em termos absolutos nos demais níveis de governança corporativa do que no Novo Mercado. E pode-se dizer o mesmo em relação à homogeneidade de variância destes segmentos, uma vez que apresentam desvio-padrão superior ao do Novo Mercado.

Comprovando a conclusão final do teste, de que para um nível de significância de 5%, houve diferença estatisticamente relevante na volatilidade das ações, em outras palavras, as ações das empresas de energia elétrica listadas no Novo Mercado apresentaram menor risco do que as ações das empresas dos demais segmentos de listagem da B3. Dessa maneira, deve-se aceitar H2 de que as ações das empresas listadas no Novo Mercado apresentam menor risco do que aquelas listadas nos demais segmentos.

Estes resultados corroboram Rocha, Contani e Reco (2017) que utilizaram de homogeneidade de variância nas variações dos preços das ações no setor de consumo e varejo e Monte et al. (2010) que evidenciaram a menor volatilidade das ações listadas no segmento de listagem Novo Mercado em relação à todas as outras ações negociadas na B3 pertencentes aos demais níveis de governança corporativa do ano de 2006.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo geral analisar a relação entre segmento de listagem Novo Mercado de governança corporativa e o desempenho e volatilidade das ações das empresas do setor de energia elétrica listadas na B3 no período de 04/01/2016 a 30/12/2019. Isso porque o Novo Mercado, assim como os demais níveis de governança corporativa destacam-se pela exigência e normatização por parte da B3.

Entretanto parte das empresas do setor não aderiram ao Novo Mercado, mesmo sendo o mais alto nível de governança e que deveria trazer mais retorno e menor risco para os investidores, o que levanta dúvidas quanto ao impacto da adesão ao segmento Novo Mercado no desempenho das ações do setor de energia elétrica no Brasil.

Utilizou-se de métodos estatísticos de teste de diferença de média e de homogeneidade de variância delimitando também por um setor relevante para a economia: o de energia elétrica. Posteriormente, constatou-se que empresas que são listadas no segmento de listagem Novo Mercado da B3 apresentam melhores retornos que as empresas dos demais segmentos, porém sem apresentar um nível de significância estatisticamente relevante para o presente estudo, logo rejeita-se H1.

Com relação à comparação da volatilidade do Novo Mercado em relação aos demais segmentos de listagem, observa-se que empresas listadas no Novo Mercado apresentam menor variância que as empresas dos demais níveis de governança e que essa observação é relevante estatisticamente para o estudo, confirmando então a H2.

As evidências apontam que a adesão ao segmento de listagem Novo Mercado de governança corporativa da B3 S/A não garante melhores retornos para as empresas do setor de energia elétrica. Porém pode proporcionar uma menor volatilidade para as ações das empresas listadas em bolsa de valores, provendo assim, mais segurança para os acionistas destas empresas que aderem a tal segmento.

Sendo assim, o estudo pode contribuir para o mercado de capitais, visto que o risco do investimento neste mercado tanto para o acionista minoritário quanto para o majoritário, advém do desempenho de suas ações na bolsa de valores. Ou seja, o menor risco das empresas listadas no Novo Mercado pode atrair novos investidores para a bolsa de valores e estimular o crescimento do mercado por meio da maior captação de recursos das empresas listadas na B3.

Por fim, julga-se necessário replicar este estudo em outros setores do mercado como, por exemplo, os setores bancário, construção civil e bens industriais, visando abranger outras características. Além disso, sugere-se a realização de estudos que verifiquem pulverização de

controle acionário e o controle estatal em relação desempenho e variância das ações na bolsa de valores.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, J. C. G.; SCALZER, R. S.; COSTA, F. M. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Grau de Conservadorismo: Estudo Empírico em Companhias Abertas Listadas na BOVESPA. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 2, n. 2, p. 188-131, jan./abr. 2008.

ANJOS, Pericles Veras dos; ZEIDAN, Rodrigo Mariath. **Decisão de migração para o Novo Mercado da Bovespa**. XXXIII EnANPAD 2009. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN243.pdf>>. Acesso em 23 de setembro de 2017.

ANTUNES, Gustavo Amorim et al. Empresas estatais federais e empresas do novo mercado da Bovespa: um estudo comparativo acerca da qualidade da informação contábil utilizando dados em painel. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo**. 2008.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas. 2007.

B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) **Empresas listadas** – Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm Acesso em: 15/03/2022

B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) **Qualificação e governança corporativa** - Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/ Acesso em: 18/11/2019

B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) **Segmentos de Listagem** - Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/ Acesso em: 10/03/2022

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. Corporate governance and control. In: **Handbook of the Economics of Finance**. Elsevier, 2003. p. 1-109.

BERNSTEIN, P. L. **Desafio aos deuses: a fascinante história do risco**. 2. ed. São Paulo: Campus,. 1997.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

COLOMBO, Jéfferson Augusto; GALLI, Oscar Claudino. GC no Brasil: níveis de governança e rendimentos anormais. **Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa**, v. 11, n. 2-3, p. 117-128, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) **Recomendações de CVM sobre Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>> Acesso em:18/11/2019

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um Índice de Avaliação da Qualidade da Governança Corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v.22, n.55, p.45-63, jan./abr. 2011.

DAROSI, Gilberto Carlos Monteiro. Governança Corporativa e Desempenho Financeiro nas Sociedades de Energia Elétrica Brasileira. **Caderno Profissional de Administração da UNIMEP**, v. 4, n. 2, p. 29-46, 2014.

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

DE FREITAS, George Alberto et al. Governança Corporativa e Desempenho dos Bancos Listados na B3 em Ambiente de Crise Econômica. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 1, p. 100-119, 2018.

DE VILHENA, Felipe Augusto Costa; CAMARGOS, Marcos Antônio. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. **REGE-Revista de Gestão**, v. 22, n. 1, p. 77-96, 2015.

DO MONTE, Paulo Aguiar et al. Existe relação entre Governança Corporativa e volatilidade? Um estudo a partir da formação de carteiras. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 2, p. 15-44, 2010.

FERREIRA, Celma Duque; SILVA, Gilberto Crispim. Governança corporativa e valor: um estudo no setor elétrico do Brasil. **Caderno de Administração**, v. 24, n. 2, p. 1-13, 2016.

FLEURIET, Michel. **A arte e a ciência das finanças: uma introdução ao mercado financeiro**. (Tradução Maria José Cyhlar Monteiro). Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

FUENZALIDA, D.; MONGRUT, S.; ARTEAGA, J. R.; ERAUSQUIN, A. Good Corporate Governance: Does it pay in Peru? **Journal of Business Research**, 66, p.1759-1770, 2013.

INSTITUTO ANTÔNIO HOUAISS. **Dicionário Eletrônico da Língua Portuguesa**. Versão 1.0. São Paulo: Objetiva, 2001.

MACEDO, Fabricio Q.; MELLO, Gilmar R.; TAVARES FILHO, Francisco. Adesão ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado. In: **6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. 2006.

MEANS, Gardiner C. Political and Economic Governance. **Public Administration Review**, Vol. 3, No. 2 (Spring), pp. 164-167, 1943.

NASCIMENTO, A. M.; BIANCHI, M.; TERRA, P. R. S. A Controladoria como um mecanismo interno de GC: evidência de uma *survey* comparativa entre empresas de capital brasileiro e norte-americano. **XXIX Encontro da Anpad**, Salvador. 2006.

NASCIMENTO, A. M., BIANCHI, M., & TERRA, P. R. S. A Controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa: evidências de uma *survey* comparativa entre empresas de capital brasileiro e norte-americano. **Revista da Associação Brasileira de Custos**, v. 2, n. 2, 2007.

OLIVEIRA, Diogo Di Mambro. Desempenho e Governança Corporativa: Uma Análise Econômico-Financeira das empresas que aderiram ao segmento “Bovespa Mais” da B3 SA. **Pensar Contábil**, v. 21, n. 74, 2019.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – (OECD). **Principles of corporate governance**. Paris, 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/>>. Acesso em: 25 out. 2019.

PEIXOTO, Fernanda Maciel et al. Corporate governance and efficiency in the electricity sector using Data Envelopment Analysis: a study in the brazilian stock market. **Ciencias da Administração**, v. 13, n. 31, p. 161-189, 2011.

PITZER, M. A Influência do Nível de Governança Corporativa no Valor de Mercado das Ações das Empresas Brasileiras Negociadas na BOVESPA. Dissertação (Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresarial) – **Universidade Estácio de Sá**, Rio de Janeiro, 2011.

RELLY, F. K.; NORTON, E. A. **Investimentos**. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

ROCHA, Guilherme André Peleglini; DO ROSÁRIO CONTANI, Eduardo Augusto; DA SILVA RECO, Thais Lucimara. Governança corporativa e desempenho das ações de empresas do setor de consumo e varejo. Contextus: **Revista Contemporânea de economia e gestão**, v. 15, n. 3, p. 230-252, 2017.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**. v. 52, p. 737-783, June 1997.

SILVA, Fábio Bomfim; SANTOS, David Ferreira Lopes; RODRIGUES, Santiago Valcacer. DESEMPENHO COMPARATIVO DE EMPRESAS COM GOVERNANÇA CORPORATIVA ENTRE OS SETORES BANCÁRIO E INDUSTRIAL. **RAUnP-ISSN 1984-4204-Digital Object Identifier (DOI): [http://dx. doi. org/10.21714/raunp](http://dx.doi.org/10.21714/raunp)**, v. 8, n. 2, p. 48-65, 2016.

SOUZA, E. M.; MARCON, R. Comparação do desempenho econômico e de mercado das empresas: o caso das companhias classificadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa. **Revista de Negócios**, v. 12, p. 88-103, 2007.

TERRA, Paulo Renato Soares; DE LIMA, João Batista Nast. GC e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 42, p. 35-49, 2006.