UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**MECANISMOS DE GOVERNANÇA E ACURÁCIA DAS PREVISÕES DOS
ANALISTAS DO MERCADO BRASILEIRO: UMA ANÁLISE SOB A PERSPECTIVA
DA TEORIA DA SINALIZAÇÃO**

Flávia Zóboli Dalmácio

Orientador: Prof. Dr. Alexsandro Broedel Lopes

SÃO PAULO

2009

Profa. Dra. Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Edgard Bruno Cornachione Junior
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

FLÁVIA ZÓBOLI DALMÁCIO

**MECANISMOS DE GOVERNANÇA E ACURÁCIA DAS PREVISÕES DOS
ANALISTAS DO MERCADO BRASILEIRO: UMA ANÁLISE SOB A PERSPECTIVA
DA TEORIA DA SINALIZAÇÃO**

Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Alexsandro Broedel Lopes

SÃO PAULO

2009

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Dalmácio, Flávia Zóboli

Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro : uma análise sob a perspectiva da teoria de sinalização / Flávia Zóboli Dalmácio. – São Paulo, 2009. 232 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2009
Bibliografia.

1. Governança corporativa 2. Sinal 3. Mercado de capitais 4. Investimentos I.. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.4

**Aos meus avós João Dalmácio e Elvira
Moreira Zóboli (*in memorian*) e aos meus
pais, Joel e Genilsa.**

Agradeço a Deus, pela força, ânimo, discernimento e persistência.

Aos meus pais, Joel e Genilsa, pelo amor incondicional e por todos os ensinamentos. A conquista de hoje e a esperança no amanhã são conseqüências do ontem.

Ao Amaury, em especial, pelo incentivo, carinho, conforto nos momentos difíceis e por compartilhar comigo as alegrias e angústias.

Aos meus irmãos, pelo afeto, compreensão e apoio.

Aos meus familiares, pela torcida e desejo de vitória.

Ao Prof. Dr. Alexsandro Broedel Lopes, pelos ensinamentos e pela orientação, ao longo da realização desta pesquisa.

Ao Prof. Dr. Gilberto de Andrade Martins, pela disposição em ajudar, pelas contribuições antes, durante e depois da qualificação.

Ao professor Dr. Antônio Lopo Martinez pelas sugestões e contribuições, propostas no exame de qualificação.

Aos professores do Programa de Pós Graduação da FEA/USP, Dr. Ariovaldo dos Santos, Dr. Luiz Nelson Guedes de Carvalho, Dr. Eliseu Martins, Dr. Luiz João Corrar, Dr. Reinaldo Guerreiro, Dr. Geraldo Barbieri, pelos ensinamentos.

Aos professores Dr. Aridelmo José Campanharo Teixeira e Dr. Valcemiro Nossa, pelas oportunidades.

Ao professor Dr. Marcelo Sanches Pagliarussi, pelas discussões.

Aos participantes do LXII Fórum de Discussões Metodológicas, pelas contribuições.

À Belinda, Cristina Idalgo, Valéria e Rodolfo Ferrari, extensivo a todos os funcionários da FEA/USP, pela disposição e auxílio.

Aos amigos, José Elias, Luiz Cláudio Louzada, Renê, Coelho, Roberta, Joanília, Dione, Márcio, Andson, Iêda, Lilica, pela amizade e companheirismo.

À Letícia Rita Rezende, pela acolhida.

Aos amigos Antônio Thadeu e Alfredo Sarlo, pela disponibilidade e pela ajuda.

À Adriana Gasparino, extensivo a todos os funcionários da biblioteca da Fucape, pelo auxílio.

Aos colegas do doutorado, pelo convívio e diferenças.

A todos que, diretamente ou indiretamente, colaboraram para o meu crescimento e para que esse trabalho fosse realizado.

**“A arte da previsão consiste em antecipar o
que acontecerá e depois explicar o porquê
não aconteceu”.**

Winston Leonard Spencer Churchill

RESUMO

O objetivo geral desta tese foi investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões (do consenso e individuais) dos analistas de investimento do mercado brasileiro. A Teoria da Sinalização, inicialmente desenvolvida para explicar problemas de informação no mercado de trabalho, trata dos problemas de assimetria informacional nos mercados e procura demonstrar como essa assimetria pode ser reduzida com a sinalização de mais informação. Buscou-se essa relação em virtude da ausência de uma teoria bem desenvolvida a respeito da natureza complexa e multidimensional da governança corporativa. A acurácia das previsões dos analistas foi mensurada a partir de metodologias propostas na literatura nacional e internacional. Como proxies para adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa foram utilizados: o Brazilian Corporate Governance Index (BCGI), os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e as quatro dimensões do BCGI (disclosure, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, e direitos dos acionistas), individualmente. A amostra de trabalho da pesquisa foi composta por 105 empresas de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo e que possuíam cobertura regular dos analistas de mercado, durante o período de 2000 a 2008. Foram consideradas, na amostra, tanto as instituições financeiras quanto as não-financeiras, a partir do universo das empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa, totalizando 2.352 observações. Essas observações referem-se às previsões dos analistas (lucro por ação previsto), disponíveis e coletadas no banco de dados do Sistema Thomson ONE Analytics®, para cada uma das empresas da amostra, num determinado período. A amostra de trabalho consistiu num conjunto de dados em painel não balanceado e, a fim de atingir o objetivo principal, foram utilizadas as três abordagens para os modelos de regressão com uso de dados em painel: pooled, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Os dados e as informações utilizados na pesquisa foram coletados a partir das fontes, tais como: Banco de Dados do Sistema Thomson ONE Analytics®, Banco de Dados do Sistema Economática®, site da Bolsa de Valores de São Paulo e Brazilian Corporate Governance Index. De acordo com os resultados encontrados, há evidências de que a governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões dos analistas de investimento. Desse modo, pode-se considerar que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa representa um sinal positivo emitido pelas empresas ao mercado de capitais, capaz de influenciar a acurácia das previsões, tanto do consenso quanto individuais, dos analistas de investimento do mercado brasileiro, e que esses sinais representam parâmetros na mudança da probabilidade condicional que definem as crenças, tanto dos analistas na elaboração de suas previsões e recomendações quanto dos investidores na escolha de seus investimentos. Entende-se que este trabalho contribui para a literatura nacional e internacional, a respeito de governança corporativa e previsão de analistas, mas, também, para o mercado de capitais brasileiro (analistas, investidores, auditores, bancos, instituições de investimento, agências de rating, fundos de pensão, órgãos reguladores, associações, bolsas de valores, próprias empresas, gestores, dentre outros), ao demonstrar os benefícios diretos e indiretos da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa por parte das empresas brasileiras.

ABSTRACT

The general objective of this thesis was to investigate - under the perspective of the Signaling Theory - how much the adoption of distinctive corporate governance practices may influence the accuracy of forecasts (consensus and individual) made by investment analysts of the Brazilian market. The Signaling Theory, primarily developed to explain information difficulties in the labor market, deals with problems of information asymmetry in markets and attempts at showing how this asymmetry may be reduced with the signaling of more information. This relationship was pursued due to the lack of a well developed theory aimed at the complex and multidimensional nature of corporate governance. The accuracy of analysts' forecasts was measured by means of methodologies proposed by both national and international literature. The proxies for the adoption of distinctive practices of corporate governance were: the Brazilian Corporate Governance Index (BCGI), the differentiated levels of corporate governance in Bovespa (Level 1, Level 2 and New Market), and the four dimensions of BCGI (disclosure, board composition and functioning, ownership structure and control, and shareholders rights) taken individually. The research sample comprised 105 listed companies with shares traded in the São Paulo Stock Exchange, which were regularly covered by market analysts, in the period ranging from 2000 to 2008. Within the world of listed companies, both financial and non-financial institutions were considered, totaling 2,352 observation instances. These refer to analysts' forecasts (earning per share forecast), available and gathered at Thomson ONE Analytics® System Database about each company in the sample in a given period. The sample in the study consisted of a set of unbalanced panel data and three approaches were used to the models of regression using panel data to reach the main objective: pooled, fixed effects, and random effects. The data, as well as the information employed in this research come from sources such as: Thomson ONE Analytics® System Database, Economática® System Database, the site of São Paulo Stock Exchange, and the Brazilian Corporate Governance Index. According to the results reached, there is evidence that corporate governance positively influences the accuracy of investment analysts' forecasts. It is thus possible to consider that the adoption of distinctive corporate governance practices means a positive sign sent to the capital market by companies – a sign capable of influencing the accuracy of forecasts (both consensus and individual) of analysts of the Brazilian market, and it also means that these signs represent parameters in the change of conditional probability that define beliefs of analysts while building forecasts and recommendations, and of investors in their choice for investments. It is our understanding that this work contributes not only to the national and international literature as far as corporate governance and analysts' forecasts go, but also to the Brazilian capital market (analysts, investors, auditors, banks, investment institutions, rating agencies, pension funds, regulatory bodies, associations, stock exchange, companies themselves, managers, among others) when it shows the direct and indirect benefits of the adoption of distinctive practices of corporate governance by Brazilian companies.

SUMÁRIO

LISTAS DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	4
LISTAS DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	5
LISTA DE QUADROS.....	6
LISTA DE TABELAS.....	7
LISTA DE ILUSTRAÇÕES.....	8
1 INTRODUÇÃO.....	9
1.1 Contextualização.....	9
1.2 Problema de pesquisa.....	14
1.3 Tese.....	15
1.4 Hipóteses.....	16
1.5 Objetivos do estudo.....	16
1.5.1 Objetivo geral.....	16
1.5.2 Objetivos específicos.....	17
1.6 Justificativa e contribuição.....	17
1.7 Estrutura do trabalho.....	20
2 PLATAFORMA TEÓRICA.....	23
2.1 Teoria da sinalização.....	23
2.1.1 Governança corporativa e a teoria da sinalização.....	26
2.1.2 Como? por quê? e para quem sinalizar?.....	28
2.1.3 As escolhas de investimento sob condições de incerteza.....	29
2.1.4 Sinalização das empresas.....	32
2.1.5 Premissa da teoria da sinalização.....	33
2.1.6 Feedback de informação e a definição de equilíbrio.....	36
2.1.7 As propriedades do equilíbrio informacional: um exemplo utilizando a governança corporativa.....	37
2.2 Governança corporativa.....	42
2.2.1 Teoria da firma e governança corporativa.....	42
2.2.1.1 Mecanismos e práticas de governança corporativa.....	46
2.2.1.2 Determinantes da governança corporativa.....	49
2.2.1.3 Evidências empíricas dos benefícios das práticas de governança corporativa.....	49
2.2.2 Características da governança corporativa no Brasil.....	56
2.2.2.1 Infra-estrutura do mercado.....	57
2.2.2.2 Ambiente legal.....	59
2.2.2.2.1 Modelo de governança corporativa brasileiro.....	60
2.2.2.2.1.1 Estrutura do conselho de administração e nomeação dos membros.....	60
2.2.2.2.1.2 Direitos dos acionistas minoritários.....	61
2.2.2.2.1.3 Enforcement legal.....	63
2.2.2.3 Ambiente regulatório.....	64
2.2.2.3.1 Conselho fiscal.....	70
2.2.2.4 Infra-estrutura informacional.....	70
2.2.2.4.1 Padrões e práticas contábeis.....	70
2.2.2.4.2 Publicação.....	71
2.2.2.4.3 Auditoria.....	71
2.2.2.5 Mudanças.....	73
2.2.3 Índices de governança corporativa.....	78
2.2.3.1 Índices brasileiros de governança corporativa.....	81
2.3 Analistas de mercado.....	82

2.3.1	Papel dos analistas de mercado	85
2.3.2	Acurácia, viés e precisão da previsão dos analistas	87
2.3.3	Acurácia das previsões individuais dos analistas	95
2.3.4	Recomendação dos analistas	99
2.3.5	Resumo das pesquisas brasileiras sobre analistas de mercado.....	101
2.3.6	Governança corporativa e analistas de mercado	103
2.3.6.1	Chiang e Chia (2005).....	104
2.3.6.2	Bhat <i>et al</i> (2006)	105
2.3.6.3	Byard <i>et al</i> (2006).....	107
2.3.6.4	Resumo dos trabalhos que relacionam governança e previsão dos analistas .	110
3	METODOLOGIA	113
3.1	Estratégias de pesquisa.....	113
3.2	Descrição da amostra	113
3.3	Definição das variáveis	117
3.3.1	Variáveis dependentes	117
3.3.2	Variáveis independentes.....	119
3.3.3	Variáveis de controle da acurácia da previsão consensual dos analistas	120
3.3.4	Variáveis de controle da acurácia da previsão individual dos analistas.....	124
3.4	Base de dados.....	125
3.4.1	Thomson ONE Analytics®	126
3.4.2	Economática®	126
3.4.3	Brazilian Corporate Governance Index (BCGI).....	127
3.4.3.1	Validade e justificativa da utilização do BCGI	129
3.4.4	Níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa	131
3.4.4.1	Validade e justificativa da utilização dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa.....	131
3.5	Modelos.....	132
3.5.1	Modelo APCA_N (1)	137
3.5.2	Modelo APCA_N (2)	138
3.5.3	Modelo APCA_N (3)	140
3.5.4	Modelo APCA_I (1).....	141
3.5.5	Modelo APCA_I (2).....	142
3.5.6	Modelo APCA_I (3).....	143
3.5.7	Modelo APIA (1).....	145
3.5.8	Modelo APIA (2).....	146
3.5.9	Modelo APIA (3).....	147
3.6	Resultados esperados	148
4	RESULTADOS E ANÁLISES.....	151
4.1	Estatística descritiva e correlação entre as variáveis	151
4.2	Práticas diferenciadas de governança corporativa	156
4.3	Viés e acurácia das previsões do consenso de analistas.....	157
4.4	Relação entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões do consenso dos analistas	158
4.4.1	Modelo APCA_N (1)	159
4.4.2	Modelo APCA_N (2)	161
4.4.3	Modelo APCA_N (3)	164
4.4.4	Modelo APCA_I (1).....	167
4.4.5	Modelo APCA_I (2).....	169
4.4.6	Modelo APCA_I (3).....	172

4.5	Relação entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões individuais dos analistas.....	176
4.5.1	Modelo APIA (1).....	176
4.5.2	Modelo APIA (2).....	178
4.5.3	Modelo APIA (3).....	180
4.6	Resultados esperados versus resultados encontrados.....	183
5	CONCLUSÕES	187
5.1	Evidências e implicações	187
5.2	Limitações da pesquisa	197
5.3	Sugestões para pesquisas futuras	198
	REFERÊNCIAS	201
	APÊNDICES	215
	ANEXOS.....	227

LISTAS DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AMEC: Associação de Investidores no Mercado de Capitais
ANBID: Associação Nacional dos Bancos de Investimento
ANEEL: Agência Nacional de Energia Elétrica
APIMEC: Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais
ADR: American Depositary Receipt
BACEN: Banco Central do Brasil
BCGI: Brazilian Corporate Governance Index
BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo
CEO: Chief Executive Officer
CFC: Conselho Federal de Contabilidade
CGI: Corporate Governance Practices Index
CGPC: Conselho de Gestão da Previdência Complementar
CMN: Conselho Monetário Nacional
CNPP: Conselho Nacional de Previdência Privada
CNSP: Conselho Nacional de Seguros Privados
COSIF: Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional
CSLA: Credit Lyonnais Securities Asia
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
DEST: Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais
DFPs: Demonstrações Financeiras Padronizadas
EUA: Estados Unidos da América
FASB: Financial Accounting Standards Board
FMI: Fundo Monetário Internacional
FTSE: Financial Times Stock Exchange
I/B/E/S: The Institutional Brokers Estimate System
IANs: Informações Anuais
IASB: International Accounting Standards Board
IBCA: Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBRACON: Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
IFRS: International Financial Reporting Standards
IGC: Índice de Governança Corporativa
IGOV: Índice de Governança
IRRC: Investor Responsibility Research Center
ISS: Institutional Shareholder Services Database
ITRs: Informações Trimestrais
KCGI: Korean Corporate Governance Index
KSE: Korea Stock Exchange
LPA: Lucro por Ação
N1: Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa
N2: Nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa
NM: Novo Mercado da Bovespa
NYSE: New York Stock Exchange
OCDE: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OECD: Organization for Economic Co-operation and Development
PIB: Produto Interno Bruto

LISTAS DE ABREVIATURAS E SIGLAS

PL: Patrimônio Líquido

ROA: Return On Assets

ROE: Return On Equity

ROSC: Report on the Observance of Standards and Codes

S/A: Sociedade Anônima

SEC: Securities and Exchange Commission

SPC: Secretaria de Previdência Complementar

SRF: Secretaria da Receita Federal

SUSEP: Superintendência de Seguros Privados

US GAAP: Generally Accepted Accounting Principles in the United States

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Resumo das propriedades de equilíbrio de Spence (1973)	38
Quadro 2 – Principais diferenças entre os segmentos da Bovespa	69
Quadro 3 – Sumário das exigências sobre contabilidade e auditoria no Brasil, por tipo de entidade	72
Quadro 4 – Histórico do desenvolvimento da governança corporativa no Brasil.....	75
Quadro 5 – Comparativo entre a governança corporativa (mundo e Brasil)	76
Quadro 6 – Fatores que podem ter influência nos erros de previsão de consenso de analistas	94
Quadro 7 – Hipóteses investigadas, por Martinez (2004a; 2005), no mercado brasileiro	96
Quadro 8 – Características que podem influenciar as recomendações dos analistas	101
Quadro 9 – Trabalhos que relacionam governança corporativa e previsão dos analistas	111
Quadro 10 – Variáveis de controle da acurácia da previsão do consenso dos analistas de mercado	123
Quadro 11 – Variáveis de controle das previsões individuais dos analistas de mercado.....	125
Quadro 12 – Fontes dos dados utilizados na pesquisa	126
Quadro 13 – Relação ano versus índice da amostra.....	129
Quadro 14 – Resultados esperados por hipótese e por modelo.....	149
Quadro 15 – Resultados esperados versus resultados encontrados.....	183
Quadro 16 – Resultados obtidos para as hipóteses do trabalho.	185
Quadro 17 – Perguntas para construção do índice de governança corporativa (IGOV)	228
Quadro 18 – Questões aplicadas às empresas brasileiras para construção do CGI.....	229
Quadro 19 – Critérios para definição do score do BCGI	231

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Amostra de trabalho	115
Tabela 2 – Número de observações por ano contidas na amostra.....	116
Tabela 3 – Lista dos setores de atuação das empresas da amostra de trabalho.....	116
Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis	151
Tabela 5 – Correlação entre as variáveis.....	153
Tabela 6 – Correlação entre as variáveis.....	155
Tabela 7 – Evolução do BCGI e suas dimensões.....	156
Tabela 8 – Observações segmentadas pelos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa	157
Tabela 9 – Viés e acurácia das previsões do consenso de analistas	158
Tabela 10 – Testes de especificação para o modelo APCA_N (1)	159
Tabela 11 – Resultados do modelo APCA_N (1)	160
Tabela 12 – Testes de especificação para o modelo APCA_N (2)	162
Tabela 13 – Resultados do modelo APCA_N (2)	163
Tabela 14 – Testes de especificação para o modelo APCA_N (3)	165
Tabela 15 – Resultados do modelo APCA_N (3)	166
Tabela 16 – Testes de especificação para o modelo APCA_I (1).....	167
Tabela 17 – Resultados do modelo APCA_I (1).....	168
Tabela 18 – Testes de especificação para o modelo APCA_I (2).....	170
Tabela 19 – Resultados do modelo APCA_I (2).....	171
Tabela 20 – Testes de especificação para o modelo APCA_I (3).....	173
Tabela 21 - Resultados do modelo APCA_I (3)	174
Tabela 22 – Testes de especificação para o modelo APIA (1).....	177
Tabela 23 – Resultados do modelo APIA (1)	177
Tabela 24 – Testes de especificação para o modelo APIA (2).....	179
Tabela 25 – Resultados do modelo APIA (2)	179
Tabela 26 – Testes de especificação para o modelo APIA (3).....	181
Tabela 27 - Resultados do modelo APIA (3)	182
Tabela 28 – Coeficientes de correlação de Pearson e o nível de significância dos coeficientes.....	216
Tabela 29 - Coeficientes de correlação de Pearson e o nível de significância dos coeficientes.....	217
Tabela 30 – Resultados do modelo APCA_N (1)	218
Tabela 31 – Resultados do modelo APCA_N (2)	219
Tabela 32 – Resultados do modelo APCA_N (3)	220
Tabela 33 – Resultados do modelo APCA_I (1).....	221
Tabela 34 – Resultados do modelo APCA_I (2).....	222
Tabela 35 – Resultados do modelo APCA_I (3).....	223
Tabela 36 – Resultados do modelo APIA (1)	224
Tabela 37 – Resultados do modelo APIA (2)	225
Tabela 38 – Resultados do modelo APIA (3)	226

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 – Sinalização no mercado de capitais	30
Ilustração 2 – <i>Feedback</i> informacional no mercado de capitais	36
Ilustração 3 – Oferta de investimento em função do nível de governança	39
Ilustração 4 - Otimização das escolhas de governança para os grupos I e II	39
Ilustração 5 – Governança corporativa: além do modelo do balanço patrimonial.....	45
Ilustração 6 – Ambiente informacional no mercado de capitais	84
Ilustração 7 – Analogia dos conceitos de viés, precisão e acurácia com o tiro ao alvo	88

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Com o intuito de tomarem decisões de investimento, os investidores dependem das informações emitidas pelas empresas (ROSS, 1977; LELAND e PYLE, 1977; BHATTACHARYA, 1979; AMBARISH *et al*, 1987; RAVID e SARIG, 1991). No entanto, tendo em vista a falta de informação, de tempo, de habilidades e a dificuldade de acesso aos recursos que muitos desses investidores e diversos profissionais têm encontrado, ao atuarem no mercado de capitais, estes baseiam suas decisões de investimento nas previsões e recomendações dos analistas de mercado¹ (FRANCO, 2002; MARTINEZ, 2004a; YU, 2005; CHIANG e CHIA, 2005), que, por sua vez, são considerados importantes usuários dos demonstrativos financeiros divulgados pelas empresas (SCHIPPER, 1991; ABARBANELL e BUSHEE, 1997; BHAT *et al*, 2006).

Os analistas de mercado são considerados agentes propagadores de informações (MARTINEZ, 2004a; 2004b; 2005), pois coletam e consolidam as informações divulgadas pelas empresas, sejam elas obrigatórias ou voluntárias, avaliam o desempenho dessas empresas, realizam previsões sobre os resultados futuros e recomendam operações de compra, venda ou manutenção de ações (HEALY e PALEPU, 2001; BOFF *et al*, 2006; MARTINEZ, 2004a; 2007a). Esses profissionais, por serem conhecedores e potenciais usuários das informações financeiras, intermedeiam e influenciam o processo de tomada de decisão dos investidores.

Os analistas atuam, de certa forma, como redutores de informação assimétrica, entre empresas e investidores, pois possuem habilidade de sintetizar e distribuir a informação aos investidores, além de avaliar a validade da informação (YU, 2005). Os analistas são “compreendidos como intermediários financeiros” cujo “fator de produção básico são as informações (financeiras e outras) e o produto, a análise e a interpretação” dessas informações

---

¹ Cabe ressaltar que os analistas de mercado, mencionados e estudados nesse trabalho, são os analistas de investimento. De acordo com o artigo 2º da Instrução CVM nº 388/03, “a atividade de analista de valores mobiliários consiste na avaliação de investimento em valores mobiliários, em caráter profissional, com a finalidade de produzir recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos para divulgação ao público, que auxiliem no processo de tomada de decisão de investimento”.

(SCHIPPER, 1991; CLEMENT, 1999, p. 286; HEALY e PALEPU, 2001; BARTH e HUTTON, 2003; ABARBANELL e LEHAVY, 2003a; DECHOW e SCHRAND, 2004; MARTINEZ, 2004a, p. 10; 2004b, p. 2).

Observa-se que os analistas tendem a captar, para a elaboração de suas previsões e recomendações, os diversos sinais (informações financeiras e outras), emitidos pelas empresas, cujo objetivo principal é o de diminuir a assimetria informacional na escolha das decisões de investimento.

Healy e Palepu (2001) afirmam que o problema de assimetria informacional e conflitos de agência, no mercado de capitais, impedem a alocação eficiente dos recursos e que as instituições (e profissionais), criadas para favorecer a credibilidade do *disclosure*, desempenham um importante papel para reduzir esses problemas.

Muitas das informações, propagadas pelos analistas, são produzidas tendo como base as informações econômico-financeiras, divulgadas pelas próprias empresas que possuem ações negociadas no mercado acionário (LANG e LUNDHOLM, 1986). Dentre os sinais emitidos, no mercado, Boff *et al* (2006, p. 180) destacam que, na elaboração de projeções e estimativas, os analistas utilizam, basicamente, informações financeiras. Além disso, Abarbanell e Bushee (1997) encontraram evidências de que as informações contábeis são relevantes e significantes na previsão de lucros futuros e de retorno anormal.

De um modo geral, a previsão dos analistas tem sido a base principal das decisões de investimento para os investidores individuais e institucionais, pois o analista possui mais conhecimento profissional sobre a análise e a indústria. Dessa forma, os investidores estão interessados na acurácia da previsão feita pelos analistas, que, por sua vez, baseiam-se nas informações fornecidas pelas empresas (CHIANG e CHIA, 2005). Conseqüentemente, a qualidade da informação fornecida pelas empresas afetará a qualidade das previsões feitas pelos analistas. Mas, como verificar se as informações divulgadas são fidedignas, confiáveis, relevantes² e atendem aos interesses dos analistas e investidores?

---

² De acordo com Dechow e Schrand (2004, p. 8), um número confiável é verificável e razoavelmente livre de erro ou viés, que implica em pouca estimação ou julgamento. Um número relevante é oportuno e possui valor preditivo para avaliação.

A adoção de mecanismos³ e práticas diferenciadas de governança corporativa pode ser parte da resposta para essa questão, pois possibilita a oportunidade, qualidade e credibilidade das informações divulgadas. Farber (2005); Klein (2006); Galdi (2008); Lopes (2008) destacam que a estrutura de governança corporativa da firma é considerada uma das principais fontes de informação, pois afeta positivamente a qualidade dos números contábeis reportados.

Dechow e Schrand (2004) acrescentam que os lucros reportados são de boa qualidade se: (1) refletirem a *performance* operacional atual; (2) forem um bom indicador da *performance* operacional futura; e (3) refletem, com precisão, ano após ano, o valor intrínseco da empresa, ou seja, se representam uma garantia da realização de fluxos futuros de caixa. As autoras afirmam que os lucros de boa qualidade são persistentes e previsíveis e que essas características podem melhorar a reputação da empresa e dos gestores, mediante analistas e investidores. Além disso, Dechow e Schrand (2004, p. 64) destacam que a adoção de boas práticas de governança corporativa⁴ desempenha um papel proeminente em assegurar a qualidade dos lucros.

Lang e Lundholm (1986) encontraram evidências de que quanto maior o grau de evidenciação (*disclosure*) das empresas, maior o número de analistas interessados em acompanhá-las, maior o consenso entre as previsões de lucros desses analistas e maior acurácia das previsões.

Além disso, tem-se observado, no mercado, a recomendação da adoção de boas práticas de governança corporativa, por diversas instituições, nacionais e internacionais: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBCG, Comissão de Valores Mobiliários – CVM, Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, Secretaria de Previdência Complementar – SPC, Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, Fundo Monetário Internacional – FMI e Banco Mundial.⁵

---

³ Os mecanismos de governança corporativa compreendem, basicamente, quatro dimensões: *disclosure*; composição e funcionamento do conselho de administração; estrutura de propriedade e controle; e direito dos acionistas.

⁴ Conselho de administração, auditoria independente, presença de investidores institucionais, *disclosure* voluntário.

⁵ O FMI, em conjunto com o Banco Mundial, produz os “Relatórios de Observância a Códigos e Padrões” (*Report on the observance of standards and codes – ROSC*), a fim de avaliar o grau de adoção, por diversos países, de códigos e padrões reconhecidos internacionalmente, tais como: qualidade dos dados, transparência da política monetária e financeira, transparência fiscal, supervisão bancária, regulação de mercados de capitais, supervisão de seguros, sistemas de pagamento, combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo, governança corporativa, contabilidade, auditoria, insolvência e direito dos credores.

Evidências encontradas na literatura nacional e internacional têm mostrado que as empresas buscam sinalizar, para o mercado, por meio da adoção de mecanismos e práticas diferenciadas de governança corporativa, características como: proteção aos investidores (SHLEIFER e VISHNY, 1997; LA PORTA et AL, 1998, 2000a, 2000b, 2002; SLOAN, 2001; KLAPPER e LOVE, 2002; CVM, 2002; BARONTINI e SICILIANO, 2003); qualidade, integridade e credibilidade informacional (LANG e LUNDHOLM, 1996; SLOAN, 2001; KLAPPER e LOVE, 2002; BUSHMAN e SMITH, 2001, 2003; DECHOW e SCHRAND, 2004; BUSHMAN et al, 2004a; FARBER, 2005; YU, 2005; BHAT et al, 2006, KLEIN, 2006; BHAT et AL, 2006; LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008; GALDI, 2008); maior valor de mercado das ações (LA PORTA et al, 1998, 2002; BLACK, 2001; KLAPPER e LOVE, 2002; BAUER et al, 2003; BARONTINI e SICILIANO, 2003; GOMPERS et al, 2003; DURNEV e KIM, 2004; BROWN e CAYLOR, 2004; FARBER, 2005; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005a; BLACK et AL, 2006; LARCKER et al, 2007; GALDI, 2008); maior controle e monitoramento das ações dos gestores (JENSEN e MECKLING, 1976); menor volatilidade das ações (VIEIRA e MENDES, 2004; BROWN e CAYLOR, 2004); menor custo de capital e de captação (LANG e LUNDHOLM, 1996; SHLEIFER e VISHNY, 1997; LA PORTA et al, 1998; BLACK, 2001; CVM, 2002; BUSHMAN e SMITH, 2001, 2003; BHOJRAJ e SENGUPTA, 2003; GOMPERS et al, 2003; VIEIRA e MENDES, 2004; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005a; BLACK et al, 2006; ALENCAR, 2007; LIMA, 2007; LOPES e WALKER, 2008); melhor desempenho operacional (JENSEN e MECKLING, 1976; KLAPPER e LOVE, 2002; GOMPERS et al, 2003; BROWN e CAYLOR, 2004; LARCKER et al, 2007); pagamento de mais dividendos (LA PORTA et al, 2000a; BROWN e CAYLOR, 2004); menor incerteza acerca dos resultados futuros (LANG e LUNDHOLM, 1996; DECHOW e SCHRAND, 2004; BHAT et al, 2006); facilidade de acesso a mercados estrangeiros (LOPES e WALKER, 2008); entre outras.

Além de todas essas características, os mecanismos de governança corporativa também são adotados em virtude da existência de imperfeição informacional e têm por objetivo, dentre outros, minimizar a assimetria existente entre empresas e investidores. No entanto, a decisão de adotar ou não mecanismos de governança corporativa é uma decisão que diferencia as empresas entre si (KLAPPER e LOVE, 2002).

Segundo Lopes (2008, p. 19),

Algumas empresas brasileiras podem ter incentivos para sinalizar sua governança superior e tentar não participar do fraco ambiente institucional em que são imersas. As empresas podem fazer isto apresentando arranjos superiores de governança corporativa, no nível da firma, para mostrar seu compromisso em não expropriar valor dos acionistas. Este compromisso, no nível da firma, deve aumentar a confiabilidade dos relatórios financeiros e, conseqüentemente, sua informatividade (tradução nossa).⁶

Dado o contexto de eficácia da governança corporativa, para minimizar a assimetria informacional, ela pode ser considerada como sinal e instrumento útil para seus usuários, em especial, para os analistas de investimento do mercado e investidores? Práticas diferenciadas de governança corporativa tendem a influenciar a acurácia da previsão dos analistas?

Esse efeito sinalizador da governança corporativa será investigado, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973). De acordo com essa teoria, os sinais funcionam como mecanismos de discriminação, num contexto de informação assimétrica, capazes de alterar as crenças e transmitir informações a outros indivíduos. Ou seja, se existe assimetria da informação, indivíduos e/ou empresas podem fornecer, aos interessados, a informação necessária, a fim eliminar e/ou minimizar essa assimetria. De acordo com Spence (2002, p. 435), seu trabalho inicial (SPENCE, 1973) foi uma tentativa de capturar os aspectos informacionais da estrutura do mercado, a fim de estudar as maneiras pelas quais os mercados (de bens duráveis, de trabalho, financeiros, de alimentos, de produtos farmacêuticos, dentre outros) se adaptam à falta de informação e as conseqüências dessas lacunas informacionais para o desempenho desses mercados.

Portanto, o que se propõe, com este trabalho, é investigar, no mercado brasileiro, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a relação entre as seguintes variáveis: governança corporativa (considerando o *disclosure*, a composição e funcionamento do conselho de administração, a estrutura de propriedade e controle, e o direito dos acionistas)⁷ e acurácia⁸ das previsões dos analistas de investimento.

---

⁶ “Some Brazilian firms may incentives to signal their superior governance and try to opt out of the poor institutional environment in which they are immersed. Firms can do this by presenting superior corporate governance arrangements at the firm level to show their commitment not to expropriate value from investors. This commitment at the firm level should increase the reliability of financial reports and consequently their informativeness” (LOPES, 2008, p. 19).

⁷ O índice brasileiro de governança corporativa (BCGI), utilizado como uma das *proxies* para adoção de práticas diferenciadas de governança, é composto por essas quatro dimensões: *disclosure*, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, e direito dos acionistas.

⁸ A definição constitutiva do termo acurácia, segundo Ferreira (2004), é “[Do ingl. *accuracy* (< lat. *accuratus* [v. *acurado*]); a f. vernácula seria **acuração* (< lat. *accuratio, onis*).] Substantivo feminino. 1. Mat. Exatidão de uma operação ou de uma tabela. 2. Fís. Propriedade de uma medida de uma grandeza física que foi obtida por instrumentos e processos isentos de erros sistemáticos”. Nessa tese, portanto, acurácia representa a proximidade

Na literatura, os estudos que tratam da relação entre essas variáveis (governança corporativa e acurácia da previsão dos analistas) têm restringido suas análises, apenas, considerando duas dimensões: *disclosure* (CHIANG e CHIA, 2005; BHAT *et al*, 2006) e composição do conselho de administração (BYARD *et al*, 2006). No entanto, não foram observadas pesquisas que relacionassem a acurácia das previsões dos analistas (variável dependente) a outras dimensões da governança, tais como: estrutura de propriedade e controle⁹; e direito dos acionistas (variáveis independentes).

1.2 Problema de pesquisa

Considerando a carência de pesquisas e evidências relacionadas à governança corporativa e à acurácia da previsão dos analistas, no mercado brasileiro, esta pesquisa buscará, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, responder à seguinte questão:

Qual a relação entre a acurácia das previsões dos analistas de investimento e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pelas empresas listadas na Bovespa?

Sob o aspecto investigativo, o problema de pesquisa pretende verificar quão eficaz é a previsão dos analistas de investimento do mercado brasileiro, considerando-se a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa como sinal de credibilidade e qualidade informacional, emitido pelas empresas brasileiras. Procurar-se-á analisar a acurácia com base no consenso de analistas e nas previsões individuais.

---

dos resultados, oriundos das previsões dos analistas, em relação aos valores reais obtidos pelas empresas, ou seja, a acurácia relaciona-se com a exatidão do resultado previsto pelos analistas.

⁹ Berle e Means (1932); Jensen e Meckling (1976) apresentaram evidências empíricas sobre a concentração de propriedade e abordam questões a respeito da separação do direito de propriedade e controle do capital.

1.3 Tese

Destaca-se que não foram encontrados trabalhos que considerassem a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa como um sinal capaz de assegurar qualidade informacional e de influenciar a atividade dos analistas de mercado. Como o trabalho desses analistas depende, em parte, dos demonstrativos financeiros e das informações divulgadas pelas empresas, é possível que exista um vínculo entre a qualidade do sinal emitido (adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa) e a acurácia das previsões dos analistas de mercado (exatidão dos resultados previstos).

Neste trabalho, portanto, considera-se a tese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa representa um sinal, emitido pelas empresas, ao mercado de capitais brasileiro, capaz de influenciar a acurácia das previsões feitas pelos analistas de investimento que atuam nesse mercado.

Os sinais emitidos pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa representam parâmetros na mudança da probabilidade condicional que definem as crenças, tanto dos analistas, na elaboração de suas previsões e recomendações, quanto dos investidores, na escolha de seus investimentos.

Assim, quando as empresas adotam práticas diferenciadas de governança corporativa, elas sinalizam para o mercado: proteção aos investidores; qualidade, integridade e credibilidade informacional; maior valor de mercado das ações; maior controle e monitoramento das ações dos gestores; menor volatilidade das ações; menor custo de capital e de captação, melhor desempenho operacional; pagamento de mais dividendos; menor incerteza acerca dos resultados futuros; facilidade de acesso a mercados estrangeiros, dentre outras características.

Sendo assim, a confiança dos analistas, na empresa e nas informações divulgadas, aumenta e, conseqüentemente, aumenta a acurácia de suas previsões. Por outro lado, se as empresas não adotam práticas diferenciadas de governança corporativa, os analistas de mercado não têm certeza sobre as expectativas futuras dessas empresas.

1.4 Hipóteses

Com base nas premissas da Teoria da Sinalização e na questão formulada, apresentam-se as seguintes hipóteses, relacionadas à adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões dos analistas de mercado das empresas listadas na Bovespa:

Ha: A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é positivamente relacionada com a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Hb: A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é positivamente relacionada com a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

As hipóteses apresentadas foram motivadas pelas evidências encontradas na literatura internacional, mais especificamente, nas pesquisas de Chiang e Chia (2005), Bhat et al (2006) e Byard et al (2006) e pressupõem que os analistas de investimento do mercado brasileiro assimilam o sinal emitido pelas empresas (adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa) de forma positiva, levando a uma previsão de lucros mais acurada.

1.5 Objetivos do estudo

De acordo com a questão de pesquisa e as hipóteses estabelecidas, enumeram-se os objetivos dessa tese.

1.5.1 Objetivo geral

Neste trabalho, o objetivo geral é investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

1.5.2 Objetivos específicos

- a) Examinar a influência da governança corporativa sobre a acurácia das previsões dos analistas de investimento do mercado brasileiro, considerando quatro de suas dimensões: *disclosure*, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, e direito dos acionistas;
- b) Verificar e analisar a influência das práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro;
- c) Verificar e analisar a influência das práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro;
- d) Contrapor possíveis diferenças entre os resultados obtidos sobre a acurácia das previsões do consenso e a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

1.6 Justificativa e contribuição

O presente trabalho apresenta uma contextualização da governança corporativa como um sinal, emitido ao mercado de capitais, capaz de influenciar a acurácia das previsões feitas pelos analistas de investimento do mercado brasileiro e, conseqüentemente, as decisões de investimento dos investidores. Com o desenvolvimento dessa contextualização, pretende-se criar uma base teórica que sustente a hipótese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa influencia positivamente a acurácia da previsão dos analistas de investimento. Além disso, espera-se que os resultados deste trabalho, obtidos no mercado brasileiro, possam contribuir com a literatura de governança corporativa e de previsão de analistas.

Larcker *et al* (2007, p. 2) afirmam que não há uma teoria bem desenvolvida a respeito da natureza complexa e multidimensional da governança corporativa ou uma base conceitual para selecionar as características relevantes de governança para incluir em um estudo empírico. Segundo esses autores, a ausência de uma teoria dificulta a especificação de

modelos estruturais apropriados e a determinação de quais construtos relevantes de governança corporativa poderiam ser incluídos nas análises. Em virtude dessa necessidade de fundamentação teórica para a governança corporativa, buscou-se a aplicação dos pressupostos da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973).

A escolha do tema governança corporativa, como objeto de estudo, pode ser compreendida diante do argumento apresentado por Silveira (2004, p. 15), quando afirma que “[...] é possível, [...] que empresas dentro de um mesmo ambiente contratual apresentem níveis diferentes de qualidade de governança corporativa em razão de suas características observáveis”, além de ser “[...] provável que empresas de um mesmo país ofereçam diferentes níveis de proteção aos investidores, devido às suas especificidades operacionais e aos diferentes interesses das companhias pela governança corporativa”.

Dentro do mesmo ambiente contratual, institucional, cultural, os mecanismos e arranjos de governança corporativa podem ser diferenciados, assim sendo, os sinais emitidos, por meio da adoção desses mecanismos, tendem a impactar a distribuição de probabilidade dos diversos usuários desses sinais. Desse modo, a escolha da Teoria da Sinalização, como suporte teórico, justifica-se, uma vez que os sinais emitidos pelas empresas, ao adotarem práticas diferenciadas de governança corporativa, podem representar parâmetros na mudança da probabilidade condicional que definem as crenças, tanto dos analistas quanto dos investidores do mercado brasileiro.

Além disso, os níveis de transparência nas empresas, por meio dos mecanismos de governança e seus impactos sobre as previsões dos analistas de mercado, é um campo ainda não explorado (BHAT *et al*, 2006). Vale ressaltar que não foram encontradas pesquisas que analisassem como a qualidade da governança afeta a informação disponível aos investidores (BYARD *et al*, 2006).

Corroborando com as afirmações de Bhat *et al* (2006) e Byard *et al* (2006), Martinez (2004a, p. 202) sugere o estudo de “como as práticas de *disclosure* da empresa influenciam o desempenho das previsões dos analistas. Para as empresas mais transparentes, os analistas têm um desempenho melhor em termos de acurácia e de viés? A transparência da empresa estimula o acompanhamento por analistas?” Healy e Palepu (2001) sugerem verificar quão efetivos são os analistas como intermediários da informação e quais são os fatores que influenciam sua eficácia.

Beaver (2002) sugere que um tema importante deve identificar outras informações, além dos dados da contabilidade que influenciam as previsões dos analistas.

Desse modo, considerando as sugestões de pesquisas apresentadas, este trabalho se propõe a investigar a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões dos analistas de investimento do mercado brasileiro, mas, considerando as dimensões da governança que ainda não foram objeto de estudo em outras pesquisas.

Outro fator de relevância para a pesquisa é que a atividade exercida pelos analistas de mercado auxilia na redução dos custos de agência¹⁰, relacionados à separação da propriedade e do controle (JENSEN e MECLING, 1976; MOYER *et al* 1989; CHUNG e JO, 1996). Nesse contexto, Silveira (2004, p. 211) destaca que “as agências de *rating* e os analistas de mercado também possuem papel relevante, caso passem a levar em conta as práticas de governança nas suas atribuições de risco de crédito e nas suas recomendações de compra e venda de ações, respectivamente”.

Outro ponto que merece destaque é a utilização de uma base de dados, poucas vezes utilizada na literatura brasileira – a base de dados do sistema *Thomson ONE Analytics*®. Nesse sentido, espera-se estimular o uso dessa base de dados, em futuros estudos, por pesquisadores da área de ciências contábeis.

Assim, em virtude da carência de pesquisas sobre governança corporativa associada aos analistas de mercado, mais especificamente, aos analistas de investimentos, espera-se que esta tese possa trazer uma contribuição teórico-empírica, ao demonstrar que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, por meio de seus mecanismos, promove transparência e beneficia os usuários das informações divulgadas pelas empresas.

Adicionalmente, busca-se o desenvolvimento de uma conciliação entre a Teoria da Sinalização e a governança corporativa, que sustente a afirmação de que a adoção de práticas diferenciadas

---

¹⁰ Os custos de agência são custos decorrentes de conflitos de interesses entre principal e agente. Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 308), os custos de agência são a soma dos: (1) custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; (2) gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal; (3) gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo; (4) perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

de governança representa um sinal, no mercado brasileiro, que pode influenciar positivamente a acurácia das previsões dos analistas de investimento desse mercado.

Em síntese, se as empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa tendem a sinalizar e fornecer informações fidedignas, confiáveis e relevantes, propiciando maior eficácia às previsões dos analistas, por meio dessa tese, haverá a constatação da contribuição da governança corporativa para o mercado de capitais brasileiro. Além disso, corroborando com Brown e Caylor (2004), os resultados encontrados podem evidenciar que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pode contribuir para o aumento da confiança do investidor e da liquidez do mercado.

1.7 Estrutura do trabalho

O trabalho encontra-se estruturado em 5 capítulos:

No Capítulo I, dedicado à introdução do trabalho, são apresentados os delineamentos iniciais da pesquisa, são apresentados: a contextualização do tema, a formulação do problema de pesquisa, a tese, as hipóteses, a apresentação dos objetivos geral e específicos, bem como a justificativa e a contribuição da pesquisa.

No Capítulo II, é apresentada a plataforma teórica do estudo, que trata da Teoria da Sinalização e sua aplicação no mercado de capitais, mais especificamente, como a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pode representar um sinal emitido pelas empresas ao mercado de capitais; trata dos aspectos conceituais e características da governança corporativa, além de apresentar o modelo da governança corporativa brasileiro e alguns índices de governança já desenvolvidos; e trata dos analistas de mercado, suas previsões e recomendações, além de apresentar pesquisas que relacionam a governança corporativa e os analistas de mercado;

No Capítulo III, são apresentados a metodologia, a descrição da amostra, a definição das variáveis, as bases de dados e os modelos utilizados na consecução da pesquisa, bem como os resultados esperados.

No Capítulo IV, são apresentados e analisados os resultados obtidos, a partir das investigações empíricas, aplicação dos modelos e dos respectivos confrontos com a teoria.

No último capítulo, são apresentadas as conclusões, limitações e indicações de pesquisas futuras sobre o tema estudado.

2 PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 Teoria da sinalização

A Teoria da Sinalização trata dos problemas de assimetria informacional nos mercados e procura demonstrar como essa assimetria pode ser reduzida com a sinalização de mais informação. Apesar de essa teoria ter sido desenvolvida no mercado de trabalho, a sinalização é um fenômeno geral aplicável em qualquer mercado com assimetria informacional (MORRIS, 1987, p. 48).

De acordo com Akerlof (1970), quando existe assimetria informacional, entre os agentes econômicos¹¹, pode haver o comprometimento do volume de negócios realizados no mercado, pois, nesse ambiente de incerteza, em que o comprador não pode diferenciar os produtos bons dos ruins, provavelmente, não haverá negociação.

Numa situação em que uma parte da transação tem uma informação que a segunda parte não tem, esta fará o que for possível para conseguir alguma ou toda a informação relevante¹² (KREPS, 2004, p. 429). Por exemplo, se num mercado, existe informação oculta, ou seja, um lado da transação não pode observar o tipo ou a qualidade dos bens ou serviços oferecidos pelo outro lado ou, até mesmo, não pode observar as ações do outro lado, então, os agentes que ofertam esses bens ou serviços desejarão investir em sinais que os diferenciem dos outros (VARIAN, 2003). A sinalização é, portanto, a tentativa, por parte de certos indivíduos, de comunicar suas informações privadas de um modo crível (MILGRON e ROBERTS, 1992).

A Teoria da Sinalização, inicialmente, desenvolvida para explicar problemas de informação no mercado de trabalho (SPENCE, 1973), também tem suas aplicações em áreas como: Finanças (ROSS, 1977; LELAND e PYLE, 1977; BHATTACHARYA, 1979; MYERS e MAJLUF, 1984; MILLER e ROCK, 1985; JOHN e WILLIAMS, 1985; HARRIS e RAVIV, 1991; KLEIN *et al*, 2002); Marketing (KIRMANI e RAO, 2000); Auditoria (BAR-YOSEF e

---

¹¹ “Quando os agentes envolvidos no mercado possuem informações diferentes sobre as características dos ativos em negociação” (LOPES e MARTINS, 2007, p. 31).

¹² Vale ressaltar que o valor (relevância) da informação privada depende de quão correlacionada ela está com o interesse da parte desinformada (KREPS, 2004, p. 432).

LIVNAT, 1984); Comércio Internacional (BRAINARD e MARTIMORT, 1996; COLLIE e HVIID, 1999; SHY, 2000); Direito (FARBER, 2002); Terrorismo (LAPAN e SANDLER, 1993); Caridade (GLAZER e KONRAD, 1996); Casamento (BISHOP, 1984; TREBILCOCK, 1999; ROWTHORN, 2002), dentre outras.

O trabalho pioneiro de Spence (1973) utilizou o raciocínio desenvolvido por Jonh Hasanyi¹³, que propôs uma forma de inserir a assimetria de informação na teoria dos jogos. O objetivo de Spence (1973) foi delinear um aparato conceitual dentro do qual o poder de sinalização da educação, experiência de trabalho, raça, sexo e outras características observáveis pudessem ser usadas para distinguir os tipos de indivíduos, no mercado de trabalho. Nesse trabalho, Spence (1973) enfatizou três aspectos: (1) a definição e propriedade de um equilíbrio sinalizador; (2) a interação dos sinais potenciais; e (3) a eficiência alocativa do mercado.

Spence (1973) define os sinais de mercado como sendo atividades ou atributos dos indivíduos e/ou empresas, num mercado qualquer, no qual por estruturação ou por acidente, alteram as crenças e transmitem informações a outros indivíduos, nesse mercado. Entretanto, segundo Spence (1973), a sinalização somente funciona se os custos de sinalização são suficientemente diferentes entre aqueles que enviam os sinais.

A Teoria da Sinalização de Spence (1973) enfatiza que a educação funciona como um sinalizador ou como um mecanismo de discriminação entre os tipos de trabalhadores, num contexto de informação assimétrica, no mercado de trabalho. Spence (1973) afirma que a educação e os rendimentos do empregador estão positivamente correlacionados, no entanto, não porque a educação aumenta a produtividade do indivíduo, mas, pelo fato de que os empregadores a vêem como um sinal confiável, referente às habilidades dos indivíduos. De acordo com Pindyck e Rubinfeld (2002), a educação é um forte sinal no mercado de trabalho, que pode melhorar a produtividade de um indivíduo, pois pode proporcionar mais informações, conhecimentos e habilidades (úteis no trabalho). No entanto, mesmo que a educação não melhorasse a produtividade, ela ainda seria um sinal útil, pois os indivíduos mais produtivos tendem a ter mais facilidade (inteligência, disciplina e empenho) para alcançar níveis mais elevados de educação.

---

¹³ Prêmio Nobel de Economia, 1967-1968.

Sob a ótica da Teoria da Sinalização, o que se pretende com esta tese, é demonstrar que as empresas, com o intuito de atrair novos investidores e captar recursos, sinalizam, para o mercado (para analistas e investidores), por meio de seus mecanismos e práticas diferenciadas de governança corporativa, que elas podem oferecer retornos e representar boas oportunidades de investimento, além de comunicar e assegurar, aos interessados, sua qualidade e credibilidade informacional. As “boas empresas” (que adotam práticas diferenciadas de governança) podem oferecer tal garantia, enquanto as “empresas ruins” não podem. Ao adotar práticas diferenciadas de governança corporativa, as empresas podem se distinguir umas das outras, no mercado de capitais, e possibilitar que os investimentos aconteçam (adaptado do exemplo de mercado de carros de AKERLOF, 1970).¹⁴

De acordo com Shleifer e Vishny (1997, 738), “os mecanismos de governança corporativa são as instituições econômicas e legais que podem ser alteradas, por meio do processo político, às vezes, para melhor”.¹⁵ Essa afirmativa é consistente com a idéia de que a governança corporativa pode ser um sinal no mercado de capitais. Dessa forma, as empresas modificam ou aperfeiçoam os mecanismos e práticas de governança, os tornam visíveis, com o objetivo de comunicar algo à outra parte (analistas de mercado e/ou investidores).

Neste contexto, os mecanismos e as práticas diferenciadas de governança corporativa, de acordo com a Teoria da Sinalização, representam sinais da empresa que são comunicados ao mercado, podendo alterar a distribuição de probabilidade dos analistas e/ou dos investidores. É certo que, para emitir esses sinais ao mercado, a empresa incorre em custos de sinalização, pois adotar mecanismos e práticas diferenciadas de governança corporativa custa caro. No entanto, existe a expectativa de que os benefícios (atrair novos investidores), com a emissão dos sinais, sejam superiores aos custos incorridos.

Lopes (2008, p. 17) afirma que as empresas optarão por adotar arranjos de governança superiores quando os benefícios (acesso a fontes externas de capital para financiar oportunidades de crescimento) são maiores que os custos. No caso desta tese, sinalização,

---

¹⁴ Akerlof (1970), em seu trabalho “*The market for ‘lemons’: qualitative uncertainty and the market mechanism*”, se refere ao mercado de carros usados, assumindo que existem dois tipos de carros: os bons e os ruins.

¹⁵ “*Corporate governance mechanisms are economic and legal institutions that can be altered through the political process – sometimes for the better*”.

portanto, é toda ação praticada por uma parte informada (empresa) para revelar à parte desinformada (analistas e investidores) informações particulares.

A seguir, apresenta-se a aplicação dos pressupostos da Teoria de Sinalização de Spence (1973), no mercado de capitais, com o objetivo de discutir como a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pode representar um sinal nesse mercado.

2.1.1 Governança corporativa e a teoria da sinalização

Spence (1973) destaca que uma gama de fenômenos poderia ser considerada para análises com o mesmo aparato conceitual básico da Teoria da Sinalização. Portanto, o objetivo desta seção é tratar da aplicação dos pressupostos do modelo de sinalização de equilíbrio básico de Spence¹⁶ (1973) e uma possível interação de sinais e índices, no mercado de capitais.

Sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, faz-se necessário situar os investimentos, realizados pelos investidores, num contexto (ambiente) de incerteza, pois o investidor não tem certeza das capacidades produtivas de uma empresa antes do momento de seu investimento. Portanto, o fato de que essas capacidades não são conhecidas, previamente, faz com que a decisão de investimento seja tomada, então, sob condição de incerteza.

Investir numa empresa significa apostar na loteria¹⁷, pois o investidor não pode observar o produto marginal do seu investimento antes de investir (SPENCE, 1973). O que o investidor tende a observar é um conjunto de características observáveis e atributos da empresa, tais como: resultados financeiros, econômicos e operacionais passados, informações sobre liquidez, rentabilidade, endividamento e valor de mercado, tamanho, ramo de atividade, produtos, número de filiais e de empregados, setor de atuação, *market share*, práticas diferenciadas de governança corporativa, dentre outros. Segundo Spence (1973), essas características e atributos é que devem determinar a avaliação da 'loteria' que está sendo adquirida pelo investidor.

---

¹⁶ Spence (1973) discute os diversos elementos constituintes da sinalização realizada no mercado de trabalho. Exemplo utilizado pelo autor como forma de aplicação da teoria proposta.

¹⁷ Teoria da Decisão.

Vale ressaltar que, no mercado de capitais, muitas vezes, quem acompanha as empresas e faz a análise, interpretação e avaliação de todas as características, atributos e informações disponíveis, para os investidores, são os analistas de mercado, que atuam como intermediários financeiros e redutores de assimetria informacional na escolha das decisões de investimento (SCHIPPER, 1991; CLEMENT, 1999, p. 286; HEALY e PALEPU, 2001; BARTH e HUTTON, 2003; ABARBANELL e LEHAVY, 2003a; DECHOW e SCHRAND, 2004; MARTINEZ, 2004a; 2004b).

Dentre essas características e atributos observáveis que podem determinar o investimento, Spence (1973) faz uma distinção entre sinais e índices. Daqueles atributos individuais e observáveis, que constituem a imagem apresentada pela empresa ao mercado, alguns são imutáveis, enquanto outros são modificáveis (SPENCE, 1973). Por exemplo, as práticas diferenciadas de governança corporativa (nível de *disclosure*, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, e direito dos acionistas) são características nas quais a empresa pode investir, mediante certo custo. Spence (1973) refere-se aos atributos que não podem ser mudados, como índices, reservando o termo sinal para aquelas características observáveis, associadas às empresas, e que estão sujeitas à manipulação por elas mesmas. Alguns atributos, como setor e ramo de atividade, podem até mudar, não a critério da própria empresa, mas, devido a consequências econômicas e políticas do ambiente.¹⁸

Desse modo, a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, de acordo com a Teoria da Sinalização, pode representar um sinal positivo da empresa, emitido e comunicado ao mercado, podendo alterar a distribuição de probabilidade dos analistas e/ou dos investidores desse mercado. É certo que, para emitir esse sinal, ao mercado, a empresa incorre em custos de sinalização (pois adotar práticas diferenciadas de governança corporativa é dispendioso), no entanto, existe a expectativa de que os benefícios (atrair novos investidores) com a emissão do sinal sejam superiores aos custos incorridos.¹⁹

---

¹⁸ Mudanças podem ser decorrentes de consequências econômicas, políticas, de alterações regulatórias, tributárias, sanitárias e ambientais.

¹⁹ Lopes e Walker (2008, p. 14) corroboram com essa afirmativa.

Em síntese, os sinais e índices devem ser vistos como parâmetros na mudança das distribuições de probabilidade condicional²⁰, que definem as crenças dos analistas de investimento e, conseqüentemente, dos investidores que utilizam as previsões e recomendações desses analistas.

No entanto, Spence (1973) afirma que se a característica for produtiva demais, em relação aos custos, todas as empresas irão investir maciçamente neste sinal e este pode deixar de ter uma função sinalizadora. O autor acrescenta que, para ser um sinal, o atributo ou característica apresentada precisa, no geral, ser estritamente improdutivo.²¹ Pois, senão, o sinal emitido perde a sua função discriminante em ambiente de incerteza. O que era, até então, um sinal passa a ser, meramente, um índice emitido pelas empresas e não possibilita a discriminação.

2.1.2 Como? por quê? e para quem sinalizar?

No mercado de capitais, a sinalização pode representar um elemento importante, uma vez que as empresas tendem a sinalizar para o mercado (analistas de investimento, investidores, credores, dentre outros) informações que propiciem, aos demandantes desses sinais, uma capacidade de diferenciação, para auxiliar nas decisões de investimento sob condições (ambiente) de incerteza.

Assim, de acordo com Spence (1973), a maneira pela qual esses demandantes interpretarão os sinais dependerá da expectativa que eles têm, em relação à permanência dessas empresas no mercado. Por exemplo, se o investidor acreditar que a empresa ficará no mercado, gerando retornos, por um longo prazo, valerá a pena investir na mesma, caso contrário, não. Se o analista confia nas informações que são divulgadas pela empresa e identifica boas oportunidades de investimento, valerá a pena acompanhar a mesma, caso contrário, não. Desse modo, as empresas tenderiam a continuar a investir nas suas habilidades de comunicação, ao mercado, devido à eficácia obtida pelos conteúdos dos sinais emitidos. No entanto, se houver uma baixa permanência da empresa no mercado, existe a possibilidade de

---

²⁰ Sob a perspectiva de Spence (1973), investir no mercado de capitais deve ser considerado como amostra, e revisar as probabilidades condicionais como uma passagem do prévio para o posterior. Todo o processo deve ser auto-aprendido.

²¹ Benefício menor que o custo.

baixa probabilidade na eficácia do sinal emitido, pois não impactará as probabilidades condicionais dos analistas e investidores (e/ou de outros demandantes).

No processo de sinalização, pode-se assumir que existem, no mercado, muitas empresas²² potenciais sinalizadoras. Contudo, Spence (1973) ressalta que os sinalizadores primários são pouco frequentes, de modo que não se espera que todas as empresas invistam em adquirir uma reputação sinalizadora, uma vez que a sinalização custa caro, ou seja, é improdutiva para as empresas, no geral.

Portanto, parte-se da premissa que a adoção de mecanismos e práticas diferenciadas de governança corporativa pode ser considerada como elemento sinalizador da estrutura informacional das empresas, ao mercado de capitais brasileiro. Assim, espera-se que seja possível avaliar a eficácia destes mecanismos e práticas, por meio dos pressupostos da Teoria de Sinalização de Spence (1973).

2.1.3 As escolhas de investimento sob condições de incerteza

O nível de assimetria informacional, entre investidores e empresas, propicia um ambiente em que as escolhas de investimentos ocorrem sob condições de incerteza. Assim, a emissão de sinais, pelas empresas, pode ser entendida, na concepção de Spence (1973), como um fator que permite a minimização dessa assimetria. Entretanto, “se os incentivos para a veracidade em se reportar qualquer coisa por meio de um código de sinalização convencional são fracos, então, deve-se procurar por outros meios pelos quais a transferência de informações seja feita”²³ (SPENCE, 1973, p. 356).

É possível, portanto, que as empresas, ao reportarem demonstrações e informações convencionais e ao adotarem práticas comuns de governança, não atinjam o nível de eficácia dos sinais desejado pelo mercado. Fato este, que poderia explicar as iniciativas das empresas pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, como meio de amplificar os sinais emitidos ao mercado.

---

²² Estas empresas podem ser compreendidas com sinalizadores primárias, de acordo com os pressupostos apresentados na *Teoria de Sinalização* de Spence (1973).

²³ “If the incentives for veracity in reporting anything by means of a conventional signaling code are weak, then one must look for other means by which information transfers take place”.

Ao considerar a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa como sinal emitido pelas empresas, busca-se esboçar uma estrutura conceitual, dentro da qual o poder de sinalização (conteúdo informacional) dos mecanismos e práticas diferenciadas de governança corporativa²⁴ possa ser determinado como características observáveis e individuais das empresas.

Além disso, nesse contexto de incerteza, é possível inferir que, na relação de emissão de sinais, entre empresa e investidores, estes possam ter dificuldades de interpretação de todos os sinais emitidos, fato que determina a presença e participação dos analistas de investimento do mercado. Essa relação pode ser observada, na Ilustração 1, e tem como finalidade discutir a presença de intermediários no processo de sinalização das empresas, fato não previsto no modelo original de Spence (1973).

Ilustração 1 – Sinalização no mercado de capitais

Os analistas de mercado, nesse contexto, têm papel importante, devido sua capacidade de captar e interpretar tanto os sinais quanto os índices (sinais convencionais) e modificar a distribuição de probabilidade dos investidores, em relação às suas escolhas de investimentos (HEALY e PALEPU, 2001; MARTINEZ, 2004a; YU, 2005).

²⁴ Mecanismos de governança corporativa: nível de *disclosure*; composição e funcionamento do conselho de administração; estrutura de propriedade e controle; e direito dos acionistas.

Diante do fato que os investidores não têm muita certeza da capacidade de geração de retornos dos investimentos (realizados ou a realizar), pois nem todas as informações estão disponíveis, antes da sua aplicação, os investidores tendem a recorrer às previsões e recomendações dos analistas de investimento do mercado, como forma de diminuir a assimetria informacional existente. Entretanto, é necessário um tempo para que ocorra o aprendizado²⁵ e para que novos investimentos possam ser realizados.

Algum tempo depois de realizar um investimento, o investidor irá perceber a qualidade das previsões e recomendações dos analistas, bem como a capacidade produtiva da empresa, em relação aos retornos esperados. Com base em experiências anteriores, os analistas terão condições de avaliar a capacidade informacional da empresa, dada as várias combinações de sinais e índices emitidos ao mercado. A qualquer tempo, quando confrontado com outras possibilidades de investimentos (outras empresas), com certos atributos observáveis, a avaliação subjetiva do investidor, em relação à situação de incerteza (loteria), com a qual ele foi confrontado, é definida pelas distribuições de probabilidade condicional sobre a produtividade obtida, fornecendo novos dados, no processo de escolha de investimentos.

Mesmo diante da interpretação dos sinais, pelos analistas de investimento do mercado, é necessário um tempo de maturação, que permita a análise e a verificação da eficácia dos sinais emitidos pelas empresas. Assim, os investidores podem medir a eficácia das suas escolhas pela realização ou não dos resultados estimados pelos analistas, ao longo do período. Spence (1973) destaca o fato de que como essas capacidades não são conhecidas, previamente, a decisão é tomada sob condições de incerteza.

À luz dos pressupostos da abordagem teórica de Spence (1973), pode-se entender que o investidor, ao realizar a sua escolha de investimento, age como um ‘apostador de loteria’. Caso o investidor tenha um risco neutro, a sua remuneração pode ser vista como a contribuição marginal da empresa ao investimento realizado.

Tendo em vista que o investidor não pode observar o produto marginal, antes da realização do investimento, ele tende a recorrer aos analistas de investimento do mercado, considerando

---

²⁵ Spence (1973, p. 358) afirma, na abordagem teórica, que a mudança das distribuições ocorre quando novos dados do mercado são recebidos e as probabilidades condicionais são revisadas ou atualizadas. Contratar no mercado deve ser considerado como amostra e revisar as probabilidades condicionais como uma passagem do prévio para o posterior. Todo o processo deve ser auto-aprendido.

assim o fundamento para a avaliação da sua escolha (HEALY e PALEPU, 2001; MARTINEZ, 2004a; YU, 2005). A avaliação das características observáveis e individuais das empresas, feita pelos analistas, é que determinarão, ou não, a aquisição do investimento.

Esse processo de sinalização, segundo Spence (1973), é endógeno ao mercado, pois os analistas e investidores solicitam às empresas que transmitam informações sobre o seu desempenho atual e futuro. Esses sinais e índices emitidos representam um conjunto de elementos que têm como objetivo diminuir a assimetria informacional e a incerteza, implícita à decisão de investimento e aos retornos desejados, que constituem na distribuição de recursos e na opção de investimentos disponíveis no mercado (oferta e demanda).

2.1.4 Sinalização das empresas

Na abordagem de Spence (1973), parte-se da premissa que o investidor possui risco neutro. Em que para cada grupo de sinais e índices (emitidos pelas empresas), que são interpretados e analisados, busca-se ter um produto marginal esperado (retornos dos investimentos), na empresa que tiver os atributos desejados. Tais características deveriam ser levadas em conta na escolha do investimento, ou seja, investidores, em potencial, confrontam as suas expectativas de retornos futuros com os sinais e índices emitidos, interpretados e analisados pelos analistas de investimento do mercado.

Conforme apresentado, anteriormente, as empresas não possuem muita margem para realizar mudanças nos seus índices, pois não são modificáveis. Por outro lado, Spence (1973) coloca que os sinais são modificáveis e, por isso, potencialmente, sujeitos à manipulação pelas empresas participantes do mercado. Todavia, existem custos para a realização desses ajustes. Por exemplo, as empresas que decidem adotar práticas diferenciadas de governança corporativa, como estratégia para a captação de recursos, no mercado de capitais nacional e internacional, podem incorrer em custos de monitoramento e controle da gestão, em custos de divulgação e transparência, dentre outros. Esses tipos de custos, segundo Spence (1973), são denominados como custos de sinalização.

Ainda na concepção de Spence (1973), entende-se que as empresas tendem a investir em práticas diferenciadas de governança (sinalização), caso haja um retorno equivalente ou

superior na captação de recursos no mercado de capitais. É de se esperar que certas empresas escolham sinalizar determinadas características (sinais), com a finalidade de maximizar a diferença entre os retornos na captação de recursos e os custos da sinalização. Os custos da sinalização com a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa podem estar associados à reputação e à confiabilidade das empresas em seus mercados. Para tanto, devem existir fatores determinantes à sinalização (adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa), por exemplo, oportunidades de crescimento, estrutura de propriedade e necessidade de financiamento (KLAPPER e LOVE, 2002; DURNEV e KIM, 2004; SILVEIRA, 2004; DOIDGE *et al*, 2006).

2.1.5 Premissa da teoria da sinalização

Na teoria, proposta por Spence (1973, p. 358), é importante destacar a premissa de que “um sinal não vai distinguir efetivamente um candidato de outro, a não ser que os custos de sinalização sejam negativamente correlacionados com capacidade de produção”.²⁶ Entende-se que, no âmbito do mercado de capitais, um sinal não vai diferenciar, efetivamente, uma empresa de outra, a não ser que os custos de sinalização sejam negativamente correlacionados com capacidade de produção²⁷, quando se consideram todos os agentes (empresas) participantes do mercado. Ainda, nesse contexto, se adoção de mecanismos e práticas diferenciadas de governança corporativa for produtiva demais, em relação aos custos, “todos vão investir nesse sinal exatamente da mesma maneira, para que nenhum possa ser diferenciado com base naquele sinal”.²⁸

O autor acrescenta que, “devemos admitir que os custos da sinalização são negativamente correlacionados com produtividade. É, no entanto, mais apropriadamente visto como um pré-requisito para uma característica modificável e observável, a ser um sinal persistentemente informativo no mercado” (SPENCE, 1973, p. 358-359).²⁹

---

²⁶ “A signal will not effectively distinguish one applicant from another, unless the costs of signaling are negatively correlated with productive capability”.

²⁷ Capacidade de proporcionar retornos para o investidor.

²⁸ “Everyone will invest in the signal in exactly the same way, so that they cannot be distinguished on the basis of the signal”.

²⁹ “We shall make the assumption that signaling costs are negatively correlated with productivity. It is, however, most appropriately viewed as a prerequisite for an observable, alterable characteristic to be a persistently informative signal in the market”.

De acordo com esta premissa, a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa não aumenta o lucro, mas garante que o lucro gerado não é produto de manipulação de informação (DECHOW e SCHRAND, 2004). Desse modo, empresas com arranjos diferenciados de governança tenderiam a ter níveis de *enforcement*³⁰ maiores, obrigando os agentes a maximizarem os recursos disponíveis para novos investimentos e projetos. Não se pode afirmar que a adoção de práticas diferenciadas de governança tem uma relação direta na geração de lucro e no aumento dos retornos (por exemplo, ROE, ROA, retorno da ação), contudo, essa adoção, pode aumentar a credibilidade³¹ na demonstração do retorno econômico real da empresa.

Desse modo, a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pode sinalizar uma diminuição da assimetria informacional, por meio da credibilidade gerada na gestão dos recursos, fazendo com que ocorra uma mudança nas crenças dos analistas de investimento e investidores (distribuição condicional de probabilidade). Essa mudança faz com que os analistas e investidores se interessem mais pelas empresas com arranjos diferenciados de governança, o que pode acarretar numa maior procura pelas ações. A demanda por essas ações pode provocar uma valorização³² da empresa no mercado acionário e, conseqüentemente, gerar um retorno para os investidores.³³

Pode-se supor, também, que se a empresa tem maior credibilidade, o mercado pode perceber menores riscos nas atividades e, então, supõe-se que a empresa tenderia a obter menores custos de captação³⁴ de recursos (custo de capital próprio e de terceiros), o que implicaria, indiretamente, num aumento das taxas de retorno operacionais.

Portanto, os pressupostos de Spence (1973) consideram que os custos de sinalização, aqui tratados como custos de governança, devem estar inversamente relacionados com a produtividade (capacidade de gerar retornos para o investidor). A relação com a

---

³⁰ Observância e aplicação das normas e leis.

³¹ Lang e Lundholm (1996); Sloan (2001); Klapper e Love (2002); Bushman e Smith (2001, 2003); Bushman *et al* (2004a); Farber (2005); Yu (2005); Bhat *et al* (2006), Klein (2006); Bhat *et al* (2006); Lopes e Walker (2008); Galdi (2008).

³² La Porta *et al* (1998, 2002); Black (2001); Klapper e Love (2002); Bauer *et al* (2003); Barontini e Siciliano (2003), Gompers *et al* (2003); Durnev e Kim (2004); Brown e Caylor (2004); Farber (2005); Leal e Carvalhal-da-Silva (2005a); Black *et al* (2006); Larcker *et al* (2007), Galdi (2008).

³³ Vieira e Mendes (2004), Brown e Caylor (2004).

³⁴ Lang e Lundholm (1996); Shleifer e Vishny (1997); La Porta *et al* (1998); Black (2001); CVM (2002); Bushman e Smith (2001, 2003); Bhojraj e Sengupta (2003); Gompers *et al* (2003); Vieira e Mendes (2004); Leal e Carvalhal-da-Silva (2005a); Black *et al* (2006); Alencar (2007); Lima (2007); Lopes e Walker (2008).

produtividade, não pode ser desprezada, pois a adoção de mecanismos e práticas diferenciadas de governança custa caro, o que significa afirmar que nem todas as empresas possuem condições financeiras e econômicas para investir nesse sinal (governança). Desse modo, a adoção de práticas diferenciadas de governança (custos de sinalização), como um processo de sinalização, por parte das empresas, pode ser determinada pelas estratégias de crescimento e necessidades de financiamento externo.

Essa discussão tem aderência com os argumentos de que oportunidades de crescimento e necessidade de financiamento podem caracterizar-se como fatores determinantes para que as empresas venham adotar um nível de sinalização superior às demais (KLAPPER e LOVE, 2002; DURNEV e KIM, 2004; DOIDGE *et al*, 2006). Dessa forma, investir em práticas diferenciadas de governança representaria um sinal, aos analistas e investidores do mercado de capitais, pois a empresa sinaliza que tem operações mais eficientes e lucros de boa qualidade, resultando numa maior expectativa de fluxos de caixas futuros (JENSEN e MECKLING, 1976; LANG e LUNDHOLM, 1996; DECHOW e SCHRAND, 2004; BHAT *et al*, 2006).

A maximização do valor da empresa se dá pela aplicação de recursos em projetos rentáveis e que gerem expectativas em fluxos de caixas futuros e, de acordo com Famá *et al*, 2003, p. 5, essas expectativas “são bem observadas pelo mercado financeiro”. No entanto, para garantir que os fornecedores dos recursos tenham o retorno sobre o investimento e para garantir a alocação correta desses recursos (SHLEIFER e VISHNY, 1997, p. 743), mecanismos de governança corporativa devem ser adotados.

No modelo de sinalização, essas empresas com boas expectativas em relação aos fluxos de caixa futuros precisam adotar medidas que não possam ser facilmente imitadas pelas empresas que não possuem essas expectativas (FAMÁ *et al*, 2003, p. 5). Ao adotar práticas diferenciadas de governança corporativa, as empresas estariam criando um custo para si mesmas, aumentando necessidades de fluxo de caixa ao longo prazo. O fato de que estão dispostas a assumir este compromisso sinaliza para os analistas e investidores que elas têm a capacidade de gerar estes fluxos de caixa. Os analistas assimilam este sinal de forma positiva, levando a uma previsão de lucros mais acurada.

Em linhas gerais, para o processo sinalização ser efetivo, um sinal (propriamente dito) não deve ser facilmente copiado, uma vez que os custos de sinalização são inversamente relacionados à produtividade. Além disso, o sinal deve ser confirmável como um produto real observado, por analistas e investidores, ao longo do tempo (MORRIS, 1987, p. 48).

2.1.6 Feedback de informação e a definição de equilíbrio

Seguindo a linha de raciocínio de Spence (1973), observa-se que existe um retorno informacional, aos investidores e aos analistas de investimento, no decorrer do tempo. À medida que as expectativas de retorno dos investimentos se realizam (ou não), os investidores, perceberão a qualidade das previsões e recomendações dos analistas de investimento, bem como as capacidades produtivas da empresa. Os analistas, por sua vez, avaliarão a capacidade informacional da empresa, dada as várias combinações de sinais e índices emitidos ao mercado. As crenças probabilísticas condicionais tanto dos analistas quanto dos investidores são, então, ajustadas e um novo ciclo se inicia. Os elementos do *feedback* informacional, no mercado de capitais, são mostrados, na Ilustração 2.

Ilustração 2 – Feedback informacional no mercado de capitais

FONTE: Adaptado de SPENCE (1973, p. 359).

À medida que novas empresas chegam ao mercado, pode-se imaginar repetidos ciclos. As crenças de probabilidade condicional dos investidores e analistas são modificadas, novos investimentos são ajustados, o comportamento das empresas a respeito da escolha dos sinais se altera e, depois da aquisição do investimento e da realização (ou não) do retorno esperado,

novos dados se tornam disponíveis aos investidores e analistas. Cada ciclo alimenta o próximo. Spence (1973, p. 360) ratifica que se pode interromper o ciclo em qualquer ponto. E o estado de equilíbrio é considerado como uma gama de componentes no ciclo que se regenera.

Deste modo, pode-se considerar que as crenças dos analistas e dos investidores são auto-confirmáveis, em virtude de sua continuidade (presença persistente) no mercado. Nestes termos, um equilíbrio pode estar relacionado com as crenças do investidor que geram: novos investimentos; decisões de sinalização da empresa, que são interpretadas pelos analistas de mercado³⁵; e novas informações ao mercado, no decorrer do tempo, que são consistentes com as crenças iniciais do investidor.

Na teoria de sinalização (SPENCE, 1973), a definição de equilíbrio é um ponto chave para compreensão tanto das escolhas dos sinais a serem emitidos, pelas empresas, quando dos efeitos ocasionados por eles. Por exemplo, diante de uma possibilidade de investimento, pode-se considerar que o mercado gera uma distribuição empírica de capacidades produtivas, a partir de atributos observáveis (sinais e índices) das empresas. Por outro lado, o investidor já sedimentou, subjetivamente, as crenças de probabilidade condicional, em relação aos retornos esperados, dada a qualidade dos sinais emitidos pela empresa e interpretados pelos analistas de investimento do mercado.

2.1.7 As propriedades do equilíbrio informacional: um exemplo utilizando a governança corporativa

Nesta seção, apresenta-se um exemplo, baseado em Spence (1973), em que a governança corporativa é usada como um meio de sinalizar boas oportunidades de investimento, entre as empresas existentes no mercado de capitais. Para tanto, assume-se que, nesse mercado, existem dois grupos de empresas distintas.

---

³⁵ Os analistas de mercado propiciam a decodificação dos sinais para a realização do investimento.

- Empresas do grupo I (que representam más oportunidades de investimento) têm uma produtividade de 1 (um), enquanto aquelas do grupo II (que representam boas oportunidades de investimento) têm uma produtividade de 2 (dois).³⁶
- O grupo I está a uma proporção q_1 da população. O grupo II está numa proporção de $1-q_1$.
- Quando o investidor adquire ações de uma empresa, faz um investimento W , seu retorno será $1-W$ ou $2-W$, dependendo do tipo de ação adquirida. O problema é que os investidores não distinguem o tipo de empresa. Se eles pudessem, investiriam $W=1$ ou $W=2$, de acordo com o tipo de empresa.
- A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa representa um sinal em potencial, que está disponível a um determinado custo.
- Antes de entrar no mercado de capitais, todas as empresas têm a possibilidade de adotar práticas diferenciadas de governança corporativa, representadas por y . A adoção de práticas diferenciadas de governança implica em custo para uma empresa e este custo depende do tipo de empresa.
- O custo para uma empresa do grupo I é de y unidades de governança, enquanto o custo para uma empresa do grupo II é de $y/2$. Conforme apresentado no Quadro 1.

Quadro 1 – Resumo das propriedades de equilíbrio de Spence (1973)

Grupo	Produto Marginal	Proporção da População	Custos do Nível de Governança
I	1	q_1	y
II	2	$1-q_1$	$y/2$

FONTE: Adaptado de SPENCE (1973, p. 361).

Para encontrar um equilíbrio, no jogo da sinalização, assume-se que os investidores têm determinadas crenças iniciais, sobre o valor da produtividade de uma empresa, dado o nível de governança corporativa adotado, e observar-se-á sob que condições estas crenças são auto-confirmadas pelos diferentes grupos de empresas.

Admite-se, ainda, que os investidores acreditam que uma empresa representa boa oportunidade de investimento, se ela possui um nível de governança $y \geq y^*$, e a empresa não representa boa oportunidade de investimento, se ela possui um nível de governança $y < y^*$, considerando y^* como algum nível de governança. Com estas crenças, os investidores

³⁶ Para produtividade, deve-se considerar “o quanto a empresa gera de retorno para seu investidor”.

oferecerão o investimento de $W=2$, se $y \geq y^*$, e $W=1$, se $y < y^*$, conforme mostrado na Ilustração 3.

Ilustração 3 – Oferta de investimento em função do nível de governança

FONTE: Adaptado de SPENCE (1973, p. 362).

Considerando os investimentos que são oferecidos no mercado de capitais, cada tipo de empresa escolherá aquele nível de governança que maximize seus interesses. Em qualquer dos casos, as empresas escolherão ou $y=0$ ou $y=y^*$, desde que o valor de sinalização de qualquer $y \in (0, y^*)$, conforme mostrado na Ilustração 4.

Ilustração 4 - Otimização das escolhas de governança para os grupos I e II

FONTE: Adaptado de SPENCE (1973, p. 363).

Se a empresa escolher $y < y^*$, sabe-se que irá selecionar $y=0$, pois a adoção de práticas diferenciadas de governança será dispendiosa, até que ela alcance y^* (ou seja, não existirão benefícios para aumentar y). Qualquer empresa que selecionar $y \geq y^*$ estará, de fato, selecionando $y=y^*$, já que futuros aumentos no nível de governança iriam, meramente, aumentar os custos sem os benefícios correspondentes. Todas as empresas do grupo I ou do grupo II tenderão a selecionar, respectivamente, $y=0$ ou, então, $y=y^*$. Cada grupo seleciona y , a fim de maximizar a diferença entre o valor dos recursos obtidos e os custos com a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa (custos de sinalização).

As crenças dos investidores serão, então, auto-confirmadas, neste mercado, se empresas do grupo II escolhem $y=y^*$ e empresas do grupo I escolhem $y=0$. As condições que refletem estas escolhas são:

$$2 - \frac{y^*}{2} \geq 1 - 0, \text{ para empresas do grupo II}$$

$$1 - 0 \geq 2 - y^*, \text{ para empresas do grupo I}$$

Colocando-se tais condições juntas, encontra-se que a crença inicial do investidor é confirmada pela experiência de mercado, já que o parâmetro y^* satisfaz a desigualdade:

$$1 \leq y^* \leq 2$$

Portanto, desde que qualquer nível de governança entre 1 e 2 seja possível, existirá um equilíbrio em que cada tipo de empresa escolherá um comportamento diferente de sinalização. Se um investidor observa que uma determinada empresa adota práticas diferenciadas de governança, ele acreditará que ela seja do grupo II, desde que apenas empresas do grupo II tenham incentivos para adotar tais práticas. Pelo contrário, a empresa que não adota práticas diferenciadas de governança será considerada como empresa do grupo I, cujo custo de adoção de tais práticas é muito alto. Conforme visto, na condição acima, o equilíbrio da sinalização do nível de governança não é único. Qualquer que seja $y \in [1, 2]$ é bom como um sinal de produtividade. Portanto, existem equilíbrios múltiplos. Entretanto, é mais razoável que o custo do sinal seja o mais baixo possível, $y^*=1$.

Spence (1973) explica que a proporção inicial de empresas nos dois grupos q_I e $1-q_I$ não tem efeito algum sobre o equilíbrio, uma vez que o produto marginal de uma empresa, num dado grupo, não se altera em função da proporção do grupo.

Em síntese, remete-se à Ilustração 2, sobre o *feedback* informacional no mercado de capitais (adaptado de SPENCE, 1973, p. 368). Em que um equilíbrio é definido no contexto da curva do retorno, no qual as expectativas do investidor, baseadas nas previsões e recomendações dos analistas de investimento, levam à oferta de investimento. A demanda por informações de investidores e analistas, conduz a uma decisão de sinalização de governança por parte das empresas. Somente depois da aquisição de investimento, o investidor e o analista descobrem as verdadeiras relações entre governança e produtividade. Nesse contexto, o conjunto de crenças dos investidores e analistas pode ser confirmado e tende a persistir até que novas condições apareçam no mercado. Além disso, pode haver equilíbrios múltiplos, constituindo outras possibilidades.

Da mesma forma que Spence (1973) mediu a educação por uma escala quantitativa, mensurou-se a governança corporativa por meio da utilização do *Brazilian Corporate Governance Index* – BCGI (índice brasileiro de governança corporativa desenvolvido por LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008), que contempla um aparato conceitual multidimensional, composto por quatro dimensões: *disclosure*, estrutura de propriedade e controle (*ownership structure and control*), composição e função do conselho de administração (*board composition and function*) e direitos dos acionistas (*shareholders rights*). Além do BCGI, também foram utilizados os níveis diferenciados de governança da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

Spence (1973, p. 368) afirma que não é necessário pensar em termos de dois grupos. Pode haver muitos grupos. Esta colocação tem aderência com o fenômeno de pesquisa desta tese, pois as empresas não estão enquadradas apenas em um ou outro grupo (com ou sem governança), pelo contrário, é possível identificar diversos níveis, grupos ou estágios, em termos de adoção de práticas diferenciadas governança corporativa.

2.2 Governança corporativa

2.2.1 Teoria da firma e governança corporativa

A empresa, de acordo com a Teoria da Firma, é vista como um conjunto de contratos estabelecidos entre os diversos participantes (fornecedores, clientes, governo, acionistas, investidores, etc). Cada participante contribui com a firma e recebe algo em troca. No entanto, o funcionamento adequado da empresa depende do equilíbrio contratual estabelecido (COASE, 1937; WILLIAMSON, 1996; e SUNDER, 1997).

Dessas relações contratuais, entre agente e principal, que não são perfeitas, surgem os problemas de agência ou conflitos de interesses (pois nem sempre o agente age em benefício dos interesses do principal), proporcionando um ambiente que não favorece a simetria informacional (JENSEN e MECKLING, 1976). Como consequência, para monitorar as ações do agente, o principal incorre em custos de monitoramento e alinhamento de interesses, entre principal e agente, por meio de mecanismos de governança corporativa, ou seja, mecanismos de proteção dos interesses dos acionistas.

Os mecanismos de governança corporativa buscam minimizar os conflitos e diferenças existentes, funcionando como instrumentos de correção das falhas existentes no processo de comunicação e informação. De acordo com Sloan (2001, p. 335) e Silveira (2004, p. 31), “o entendimento da governança corporativa passa pela compreensão de como ocorre o problema de agência nas empresas e de quais mecanismos poderiam ser empregados para sua mitigação”.

A governança corporativa, segundo Martinez (2001, p. 136),

Pode ser definida como o conjunto de processos através dos quais os investidores minimizam custos de agenciamento, por meio da nomeação de conselho de administração (*board of directors*) que, por força dos estatutos das companhias, são encarregados de monitorar os desempenhos dos gestores. Nas modernas organizações, os acionistas delegam para os conselhos de administração, o direito de tomar as decisões relevantes da empresa, e este grupo, também por delegação, repassa aos gestores esse poder. Entretanto, em contrapartida, demanda-se a prestação de contas e implementa-se o acompanhamento das principais decisões que estão sendo realizadas na empresa.

A governança corporativa é um conjunto de mecanismos que protege os investidores externos da expropriação dos acionistas controladores e gestores (considerados investidores internos). Essa proteção, por sua vez, incentiva o desenvolvimento dos mercados financeiros, pois quando os investidores são protegidos, eles estão dispostos a pagar mais para assegurar essas garantias (LA PORTA *et al*, 1998, 1999, 2000a, 2000b, 2002). Para Shleifer e Vishny (1997, p. 743), a governança corporativa caracteriza-se por um conjunto de restrições que os gestores aplicam sobre si, ou que os investidores aplicam sobre os gestores, com o intuito de reduzir a incorreta alocação de recursos.

O empreendedor, ou gestor, capta recursos dos investidores para aplicá-los em projetos rentáveis ou para se apropriar destes recursos. Os investidores, por sua vez, necessitam de gestores qualificados para fazer com que os recursos acumulados possam ser aplicados em projetos rentáveis. Como, normalmente, os empreendedores ou gestores necessitam do capital dos investidores para concretização de seus objetivos (empreendedores e/ou gestores ou não dispõem de recursos suficientes ou desejam diversificar seus investimentos e os investidores têm consciência da possibilidade de apropriação de seus recursos pelos gestores), o problema da agência que se coloca é: como garantir aos investidores que seus recursos sejam aplicados atendendo aos seus interesses? (SHLEIFER e VISHNY, 1997, p. 740-741).

A governança corporativa, de acordo com Silveira (2004, p. 12), “pode ser vista como o conjunto de mecanismos que visam a aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento”. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2008),

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002) recomenda a adoção de boas práticas de governança corporativa e ressalta que “a adoção de tais práticas comumente significa a utilização de padrões de conduta superiores aos exigidos pela lei, ou pela regulamentação da própria CVM”.

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas (CVM, 2002, p. 1).

Num contexto de mercado de capitais, dentre o conjunto de mecanismos da governança corporativa, a informação contábil é apresentada como um dos principais instrumentos de controle organizacional e de proteção para os investidores (BUSHMAN e SMITH, 2001; SLOAN, 2001; KOTHARI, 2001), por meio do qual, as ações dos administradores podem ser monitoradas (BUSHMAN *et al*, 2004a). A governança corporativa, portanto, possibilita a integridade ou a credibilidade dos *disclosures* financeiros, além de reduzir a incerteza acerca dos resultados futuros (BHAT *et al*, 2006).

As estruturas de governança corporativa, dentre outras finalidades, são criadas a fim de assegurar que novos investidores (acionistas minoritários) recebam informações confiáveis, a respeito do valor das empresas e que os administradores e acionistas controladores não se apropriem, indevidamente, do valor dos investimentos feitos por esses minoritários. Além disso, as boas práticas de governança corporativa motivam os gestores a maximizar o valor da empresa, em vez de perseguir seus objetivos pessoais (BUSHMAN e SMITH, 2003).

A governança corporativa, segundo Shleifer e Vishny (1997), trata das maneiras pelas quais os fornecedores de recursos asseguram, para si, o retorno do seu investimento. Esses autores afirmam que algumas formas de concentração acionária e proteção legal dos direitos dos investidores são elementos essenciais de um bom sistema de governança corporativa. Justificam que grandes investidores possuem direito a voto ou têm poder sobre as ações dos administradores, embora, deva existir, complementarmente, uma proteção legal dos direitos dos pequenos investidores contra expropriação dos administradores, mas também, dos grandes investidores (SHLEIFER e VISHNY 1997, p. 769).

A governança corporativa, segundo Larcker *et al* (2007, p. 1), refere-se ao conjunto de mecanismos que influenciam as decisões tomadas pelos gestores, quando há uma separação de propriedade e de controle. Alguns destes mecanismos de monitoramento são: o conselho de administração, os acionistas institucionais e o funcionamento do mercado para controle corporativo.

Silveira (2004, p. 26) “entende os mecanismos de governança corporativa como as maneiras pelas quais pode-se diminuir a probabilidade de os gestores tomarem decisões não maximizadoras da riqueza dos acionistas”. Como exemplos desses mecanismos (internos e externos) destacam-se, dentre outros: o conselho de administração (*board*), a estrutura de propriedade e controle da empresa, o *disclosure* das informações sobre a empresa, a proteção aos investidores minoritários, a política de remuneração dos gestores e a estrutura de capital.

Independentemente da definição atribuída, pelos pesquisadores, pode-se observar que os mecanismos de governança corporativa podem ser internos e/ou externos às empresas. No entanto, a estrutura de governança corporativa das empresas, além desses mecanismos internos e externos, depende também da estrutura de mercado, do sistema legal, das pressões políticas e econômicas do ambiente em que estão inseridas (ALI e HWANG, 2000; BALL *et al*, 2000; BUSHMAN e SMITH, 2001; LOPES, 2001; KLAPPER e LOVE, 2002; BUSHMAN *et al*, 2004a; GILLAN, 2006). A Ilustração 5 mostra essa relação, sob a perspectiva da Teoria da Firma.

Ilustração 5 – Governança corporativa: além do modelo do balanço patrimonial

FONTE: Adaptado de GILLAN (2006, p. 383).

De acordo com Gillan (2006, p. 382), a Ilustração 5 captura a essência da relação entre os mecanismos internos e externos da governança corporativa da empresa. Internamente, os administradores, que agem como agentes dos acionistas, decidem em quais ativos investir e como financiar tais investimentos e o conselho de administração (*board*) é responsável por aconselhar e monitorar os administradores, além de ter a responsabilidade de contratá-los, demiti-los e compensá-los.

Os acionistas e credores surgem, neste contexto, em virtude da necessidade que as empresas têm de levantar capital. Portanto, vale ressaltar que a separação existente entre fornecedores de capital e aqueles que administram o capital cria a demanda por estruturas de governança corporativa (GILLAN, 2006, p. 382). Essa afirmação corrobora com o conceito, apresentado por Shleifer e Vishny (1997), de que os fornecedores de recursos usam os mecanismos de governança corporativa para assegurar o retorno de seus investimentos. Os membros do conselho de administração (*board*), eleitos pelos acionistas (conforme critérios estabelecidos em lei), passam a ter obrigações fiduciárias para com estes. Nesse contexto, a relação entre acionistas, membros do conselho de administração e administradores depende de regras específicas de governança (GOMPERS *et al*, 2003, p. 1).

Além do conselho de administração (*board*), gestores, acionistas e credores, surgem outros participantes na estrutura corporativa, tais como empregados, fornecedores e clientes, que, por sua vez, mantêm relações contratuais com a empresa (COASE, 1937; JENSEN e MECKLING, 1976; WILLIAMSON, 1996 e SUNDER, 1997). Por fim, por meio da inserção da comunidade, do ambiente político, das leis e regulações e, em geral, dos mercados nos quais as empresas estão inseridas, captura-se a realidade do ambiente de governança corporativa (GILLAN, 2006, p. 383). Observa-se que as leis e políticas têm grande influência, tanto na estrutura de governança corporativa quanto no modo como as empresas operam.

2.2.1.1 Mecanismos e práticas de governança corporativa

Nesse contexto de interesses conflitantes, diversos mecanismos e práticas de governança corporativa podem ser utilizados como forma de reduzir a assimetria informacional e a expropriação dos acionistas (na relação entre acionistas e administradores), dos credores (na relação entre credores e administradores), dos acionistas minoritários (na relação entre

minoritários e majoritários), e/ou de outros fornecedores de recursos (em outras relações entre principais e agentes).

A informação contábil financeira é considerada como um dos principais mecanismos de governança corporativa e tem o papel de reduzir a assimetria informacional, existente entre os fornecedores de recursos e aqueles que os administram (SLOAN, 2001). A informação contábil objetiva, passível de verificação, facilita o monitoramento dos gestores e o exercício efetivo dos direitos dos acionistas (BUSHMAN e SMITH, 2003). No entanto, a informação contábil é produzida pela gerência e essa gerência sabe que aquela informação será considerada no processo da governança. Em virtude desse conflito de interesses, uma série de outros mecanismos de governança evoluiu para assegurar que a informação contábil fornecida não esteja comprometida impropriamente (SLOAN, 2001).

O conselho de administração (*board*), considerado um mecanismo interno de governança corporativa, é responsável pela direção estratégica da empresa e pelo monitoramento das ações dos administradores (GILLAN, 2006). De uma maneira geral, as pesquisas sobre conselho de administração corporativo (*board*) estão focadas na relação entre a estrutura do conselho (*board*) e o valor da empresa, as escolhas da governança e as decisões do investimento e de financiamento (BHOJARAJ e SENGUPTA, 2003; BROWN e CAYLOR, 2004; FARBER (2005); LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005a; BLACK *et al* 2006; KLEIN, 2006; LARCKER *et al*, 2007; BHAGAT *et al* 2007).

Os incentivos gerenciais são considerados mecanismos internos de governança e têm o papel de alinhar os interesses entre acionistas e administradores (SHLEIFER e VISHNY, 1997; GILLAN, 2006). Os contratos de incentivos podem ter uma variedade de formas, tais como: a posse de parte das ações, opções de subscrição de ações ou, até mesmo, uma ameaça de demissão se o lucro é baixo (JENSEN e MECKLING, 1976). O contrato de incentivo ótimo é determinado pela aversão ao risco do gerente, pela importância de suas decisões e por sua capacidade de gerar lucros (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Gillan (2006) também destaca como mecanismo interno de governança corporativa, a estrutura de capital da empresa. O autor sugere que a existência de dívidas pode atuar como um mecanismo de reforço (*self-enforcing*) da governança corporativa. Muitas pesquisas têm buscado uma relação entre a governança corporativa e o custo das dívidas (SHLEIFER e

VISHNY, 1997; LA PORTA *et al*, 1998; BLACK, 2001; CVM, 2002; BHOJRAJ e SENGUPTA, 2003; GOMPERS *et al*, 2003; VIEIRA e MENDES, 2004; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005a; BLACK *et al*, 2006; LIMA, 2007).

Os estatutos das empresas e as medidas contra aquisições hostis (*anti-takeover*) podem ser caracterizados como mecanismos internos de governança corporativa, ou seja, podem representar barreiras potenciais, ao mercado, para impedir o controle corporativo. O impacto desses mecanismos no valor de mercado e desempenho das empresas, também, já foi objeto de estudo de Gompers *et al* (2003); Bauer *et al* (2003); Brown e Caylor (2004); Larcker *et al* (2007); Bebchuk *et al* (2009).

Bhagat *et al* (2007) consideram o conselho de administração, o direito a voto dos acionistas e a compensação de executivos como componentes essenciais de um sistema de governança corporativa. Os autores afirmam que os diretores, membros do conselho de administração, são considerados como mecanismo crucial para monitorar as ações dos gestores, principalmente, se esses diretores são independentes ou externos à empresa. O direito a voto permite aos acionistas selecionar ou substituir os membros do conselho de administração, que, por sua vez, interagem com os gestores, aprovando ou rejeitando suas iniciativas. Por fim, a compensação de executivos, com as devidas restrições, permite o alinhamento das ações dos gestores aos interesses dos acionistas (BHAGAT *et al*, 2007, p. 7-9).

No entanto, como as empresas estão sujeitas a restrições legais e expostas às forças de mercado, outros mecanismos de governança, considerados externos, podem ser citados, tais como: leis³⁷ e regulações, mercado de capitais, analistas de mercado, dentre outros. Os aspectos do ambiente legal e regulador estão relacionados, integralmente, à governança corporativa e grande parte das pesquisas estuda a ligação entre a governança, leis e finanças (LA PORTA *et al*, 1998, 1999, 2000a, 2000b; ALI e HWANG, 2000; BALL *et al*, 2000; BUSHMAN e SMITH, 2001; LOPES, 2001; BUSHMAN *et al*, 2004a; GILLAN, 2006).

---

³⁷ No mercado Norte-Americano, com o advento da Lei Sarbanes-Oxley, em 2002, a adoção de alguns mecanismos de governança corporativa se tornou obrigatória, principalmente, no que diz respeito à divulgação financeira.

2.2.1.2 Determinantes da governança corporativa

Em um mesmo ambiente contratual, algumas características determinam a qualidade da governança corporativa das empresas, dentre elas, destacam-se: as oportunidades de crescimento; a necessidade de financiamento externo; a quantidade de ativos intangíveis (quanto maior a quantidade de ativos intangíveis, maior a necessidade de monitoramento); e a estrutura (concentração) de propriedade (KLAPPER e LOVE, 2002; DURNEV e KIM, 2004). Além disso, as empresas com maior proporção de intangíveis e emissoras de ADRs, apresentam, em média, melhor qualidade de governança (KLAPPER e LOVE, 2002), especialmente, em países com sistema legal fraco. Klapper e Love (2002), também, verificaram que a governança, em mercados emergentes, é positivamente relacionada com a proteção ao investidor.

Ao investigar os determinantes da qualidade de governança corporativa, no Brasil, Silveira (2004), verificou que a estrutura de propriedade influencia a qualidade da governança corporativa e encontrou uma relação negativa significativa entre a qualidade da governança e o excesso de direito de voto em posse do acionista controlador. Além disso, verificou que as empresas de maior porte (*log* da receita), emissoras de ADRs e com melhor desempenho (geração bruta de caixa – LAJIRDA) apresentam, em média, melhor governança. No entanto, os resultados não confirmaram a hipótese de que uma maior qualidade da governança corporativa influencia positivamente o valor de mercado (*Q* de *Tobin* e *Firm Value*) e a rentabilidade das empresas (SILVEIRA, 2004, p. 200).

2.2.1.3 Evidências empíricas dos benefícios das práticas de governança corporativa

Recentes pesquisas têm apresentado evidências de uma relação positiva entre as práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas. Os resultados dessas pesquisas sugerem que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa favorece o desempenho e o valor de mercado das empresas.

Jensen e Meckling (1976), por meio de exemplificações, sugerem que empresas com melhor governança podem ter operações mais eficientes, resultando numa maior expectativa de

fluxos de caixas futuros. Shleifer e Vishny (1997) afirmam que a proteção aos investidores garante, às empresas, fontes de financiamento externo.

La Porta *et al* (1998) examinaram as leis que determinam a proteção do acionista, a qualidade da aplicação destas leis e a concentração acionária, em 49 países, e verificaram que essas leis e suas aplicações diferem, ao redor do mundo. Os autores verificaram que bons padrões de contabilidade e medidas de proteção do acionista são associados a uma menor concentração acionária, indicando que a concentração é certamente uma resposta à fraca proteção ao acionista. Além disso, verificaram que a baixa qualidade da proteção legal dos acionistas parece ter consequências adversas para o desenvolvimento e crescimento financeiro, ou seja, a proteção legal, aos investidores, implica em aumento de financiamento (interno e externo) e custos de capital mais baixos.

La Porta *et al* (2000a) encontraram resultados de que os acionistas, em países com boa proteção legal, usam esses poderes legais, a fim de extraírem dividendos das empresas, especialmente, quando as oportunidades de reinvestimento são fracas. Ou seja, as empresas que operam em países com melhor proteção aos acionistas minoritários pagam dividendos mais elevados. Além disso, verificaram que, nestes países, as empresas com crescimento rápido pagam dividendos mais baixos do que as empresas com crescimento mais lento, consistente com a idéia de que os acionistas, legalmente protegidos, estão dispostos a esperar por seus dividendos quando as oportunidades de investimento são boas.

La Porta *et al* (2000b) descreveram evidências de que a proteção aos investidores traz benefícios, tais como: expansão dos mercados financeiros, facilidade de financiamento externo para novas empresas, melhoria da eficiência na alocação de investimentos (a partir de uma estrutura de propriedade dispersa), além de facilidade para reestruturação da iniciativa privada, em períodos de crises.

Por reduzir a assimetria informacional entre empresa e credores, monitorar as ações dos gestores e aumentar a credibilidade nos resultados da empresa, a adoção de mecanismos e práticas diferenciadas de governança pode reduzir os riscos de crédito e, conseqüentemente, impactar no valor de mercado da empresa. Dessa forma, empresas que apresentam boas práticas de governança corporativa tendem a ter menor custo de capital (BHOJRAJ e SENGUPTA, 2003; VIEIRA e MENDES, 2004). Nesse contexto, Bhojraj e Sengupta (2003)

verificaram que empresas que possuem, como acionistas, grandes investidores institucionais e um forte controle externo do conselho de administração, desfrutam de taxas de rendimento mais baixas para os novos títulos emitidos, ou seja, as taxas de rendimento exigidas pelos compradores dos títulos são menores e obtém melhores classificações nos *ratings*.³⁸ No entanto, verificaram que a concentração de propriedade, por algum investidor institucional, tem um impacto adverso nas taxas de rendimento e *ratings*.

Em decorrência do menor risco de crédito e volatilidade das ações, há evidências de que o mercado está disposto a pagar um “prêmio” sobre o preço das ações das empresas (PREÇO/LPA) com boas práticas de governança (LA PORTA *et al*, 2002; BROWN e CAYLOR, 2004; VIEIRA e MENDES, 2004; BLACK *et al*, 2006; LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008).

Além disso, um bom nível de governança corporativa está relacionado positivamente com a qualidade informacional das demonstrações contábeis e negativamente relacionado com manipulações contábeis, além de reduzir os custos de agência (LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008; GALDI, 2008).

De acordo com os resultados de Black (2001), existe uma forte relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o valor de mercado das empresas russas, principalmente, quando se trata de um país onde a proteção ao investidor é fraca e existem restrições legais e culturais.

La Porta *et al* (2002) encontraram evidências de que empresas, em países com maior proteção aos acionistas minoritários, têm Q de Tobin (*proxy* utilizada para valor de mercado) mais elevado do que em empresas em países com proteção inferior, ou seja, verificaram que a proteção legal aos investidores está positivamente associada a um maior valor de mercado das ações. Além disso, verificaram que empresas com acionistas controladores têm valores de mercado mais altos e apresentam taxas de crescimento das vendas mais altas em países do direito consuetudinário (*common law*) do que em países do direito romano (*code law*).

---

³⁸ Agências classificadoras de risco.

Klapper e Love (2002) também encontraram alta correlação positiva entre qualidade da governança corporativa, valor de mercado (Q de Tobin como *proxy*) e desempenho operacional (ROA), principalmente, em países onde a proteção ao investidor é fraca. Os resultados sugerem que as empresas podem compensar, parcialmente, a ineficiência das leis e do *enforcement*, adotando boas práticas de governança corporativa e fornecendo credibilidade e proteção ao investidor.

Barontini e Siciliano (2003), ao analisar empresas italianas, no período de 1991 a 2000, verificaram que o valor de mercado (Q de Tobin) é menor em empresas que apresentaram alto risco de expropriação. Os autores verificaram que um elevado risco de expropriação não afeta o retorno das ações, mas possui um forte impacto negativo sobre o valor de mercado da empresa, principalmente, quando o proprietário majoritário é o Estado ou uma família. Estas evidências são consistentes com o modelo de Jensen e Meckling (1976), pois sugerem que os investidores já descontam, na compra das ações de empresas que possuem acionistas controladores, a expectativa de expropriação. Esses resultados indicam que as regras de divulgação (*disclosure*) e as estruturas de governança são as únicas medidas que realmente importam para a proteção dos investidores.

Bauer *et al* (2003) encontraram evidências de um relacionamento positivo entre o valor de mercado (Q de Tobin como *proxy*) das empresas e a qualidade da governança. No entanto, encontraram uma correlação negativa entre as medidas de desempenho (ROE e margem líquida) e a governança corporativa.

Gompers *et al* (2003) encontraram evidências de que melhores direitos dos acionistas estão associados a uma melhor avaliação corporativa. De acordo com os resultados obtidos, os autores verificaram que quanto maior o direito dos acionistas, maior o valor de mercado da empresa (Q de Tobin), maior o desempenho operacional (margem líquida e retorno do PL), maior o crescimento das vendas, menor o custo de capital e menor a probabilidade de aquisições hostis.

Durnev e Kim (2004) encontraram evidências significantes de que boas práticas de governança corporativa e *disclosure* causam um maior valor de mercado (preço das ações), principalmente, em países onde a proteção ao investidor é fraca. Os resultados demonstram que as empresas se adaptam ao ambiente legal fraco, estabelecendo boas práticas de

governança corporativa, ou seja, a adoção de melhores práticas é relevante em países com fraca proteção legal aos investidores.

Brown e Caylor (2004) verificaram que governança corporativa é positivamente relacionada a medidas de desempenho (retorno do PL e margem líquida) e ao valor de mercado (Q de Tobin) e que fatores como composição do conselho de administração (*board*) e compensação dos executivos estão mais associados ao melhor desempenho das empresas do que as medidas *anti-takeover*. Além disso, encontraram evidências de que empresas com melhor governança pagam mais dividendos e recompram mais ações dos seus acionistas.

Bushman *et al* (2004a) verificaram que a concentração acionária, os incentivos de diretores e executivos e a reputação dos diretores externos variam inversamente com a oportunidade (*timeliness*) dos lucros; e que a concentração acionária e os incentivos de diretores aumentam com a complexidade da empresa. Além disso, concluíram que associações entre medidas de utilidade dos números contábeis na avaliação de empresas e estruturas de governança são influenciadas pelas limitações dos números contábeis na avaliação proposta.

Farber (2005) analisou a associação entre a credibilidade do sistema de informação financeira e a qualidade dos mecanismos de governança. Os resultados indicaram que as empresas fraudulentas têm governança ruim. Especificamente, as empresas fraudulentas têm números e percentagens menores de membros externos no conselho de administração; menos reuniões com o comitê de auditoria; um número menor de peritos financeiros no comitê de auditoria; uma menor percentagem de empresas de auditoria classificadas como “Big 4”; e um percentual maior de CEO’s que também são presidentes do conselho de administração. Os resultados também indicaram que o acompanhamento dos analistas e os investidores institucionais não aumentam, no caso dessas empresas fraudulentas, sugerindo que a credibilidade ainda é um problema para estas empresas. No entanto, os resultados indicaram que as empresas que decidem melhorar a estrutura de governança têm desempenho superior, no que se refere ao preço das ações. Isto sugere que a governança parece ser valorizada pelos investidores. De acordo com o autor, existem benefícios econômicos positivos para que as empresas fraudulentas melhorem a independência de seus conselhos de administração.

Leal e Carvalhal-da-Silva (2005a) verificaram que boas práticas de governança corporativa estão relacionadas positiva e significativamente com o valor de mercado das empresas

brasileiras (Q de Tobin como *proxy*) e desempenho operacional (retorno sobre o ativo). No entanto, empresas maiores são mais beneficiadas, quando se trata dessa relação. Além disso, verificaram que quando as empresas aumentam as práticas de governança, há uma redução no custo de capital dessas empresas. Os autores observaram que o *disclosure* tem um impacto muito maior no valor corporativo do que outras práticas de governança, tais como composição do conselho de administração e direito a voto. Leal e Carvalhal-da-Silva (2005a) encontraram evidências de que a separação do controle, a partir dos direitos ao fluxo de caixa (ações preferenciais e ordinárias), destrói valor.

Yu (2005), que relaciona cobertura dos analistas a gerenciamento de resultado e composição do conselho de administração, concluiu que as empresas com governança corporativa interna mais forte gerenciam menos os resultados.

Black *et al* (2006) encontraram consistentes evidências da relação entre governança e preço de ações, em mercados emergentes, principalmente, no que se refere à composição e independência do conselho de administração (*board*). Além disso, sugerem que empresas com melhor governança desfrutam de um custo de capital mais baixo.

Klein (2006) encontrou uma relação negativa não-linear entre o comitê de auditoria independente e o gerenciamento de resultados, ou seja, quanto menos independente for o comitê de auditoria, maior a probabilidade de gerenciamento de resultados. As evidências, também, sugerem que outras características de governança corporativa estão positivamente relacionadas ao gerenciamento de resultados, como o fato do CEO compor ou não o conselho de administração. Estes resultados sugerem que conselhos de administração, estruturados para ser mais independentes do CEO, podem ser mais eficazes no controle financeiro corporativo.

Larcker *et al* (2007), também, verificaram que algumas medidas de governança corporativa (estrutura de propriedade, compensação dos executivos, composição e funcionamento do conselho de administração) estão relacionadas a desempenhos operacionais futuros e retornos das ações superiores.

Lima (2007) verificou que o nível de *disclosure* voluntário de 23 companhias abertas brasileiras possui relação inversa com o custo de capital de terceiros, ou seja, verificou que o

aumento do *disclosure* resulta em diminuição da assimetria de informação, reduzindo o risco oferecido aos financiadores das empresas.

Alencar (2007) verificou, numa amostra composta pelas 50 empresas mais líquidas da Bovespa, uma relação negativa e estatisticamente significativa entre custo de capital próprio e o *disclosure*. Além disso, encontrou evidências de que o nível geral de *disclosure* aumentou e que a dimensão relativa às projeções dos administradores apresenta os resultados mais modestos. No entanto, verificou que essa relação é mais pronunciada para empresas que recebem menor cobertura por parte dos analistas de mercado e possuem estrutura de propriedade mais dispersa.

Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008) encontraram evidências de que práticas superiores de governança corporativa, no nível da firma, têm efeito positivo e significativo na qualidade da informação (*informativeness*), evidenciada nos relatórios contábeis. Além disso, verificaram que a qualidade dos lucros de empresas brasileiras com boa governança é similar à qualidade dos lucros, reportados por empresas localizadas em países desenvolvidos com tradição no direito consuetudinário (*common law*) e que as empresas com altos *scores* de governança corporativa e com ADRs (*cross-listing*) são menos prováveis de reavaliar os ativos (*proxy* utilizada para manipulação das demonstrações contábeis). Segundo os autores, as empresas em mercados emergentes, como o Brasil, adotarão práticas superiores governança, a fim facilitar seu acesso aos mercados de capital estrangeiros e as empresas com melhor governança, supostamente, terão acesso a mais fontes de capital com baixo custo.

Galdi (2008), por meio do desenvolvimento de um modelo teórico, demonstra que maiores níveis de governança corporativa causam impactos positivos nos preços das ações. Além disso, encontra evidências de que a utilidade da análise de demonstrações contábeis para seleção de investimentos em ações é maior, para prever retornos anormais futuros, no grupo de empresas com menor nível de governança corporativa.

A seguir, são descritas as características da governança corporativa, no Brasil, e são apresentados seus principais componentes, no que se refere à infra-estrutura do mercado, ao ambiente legal e regulatório e à infra-estrutura informacional.

2.2.2 Características da governança corporativa no Brasil

O Brasil é caracterizado por instabilidade política e econômica; mudanças na taxa de juros (Gráfico 1); mudanças na política de impostos; inflação (Gráfico 2); volatilidade do câmbio; mudanças nas leis trabalhistas; desvalorização do Real; volatilidade dos preços das *commodities*; falta de liquidez e volatilidade do mercado de capitais (AUDIT COMMITTEE INSTITUTE, 2007).

Gráfico 1 – Taxa de juros no período de 1974 a 2008.
FONTE: IPEA (2008).

Gráfico 2 – Inflação no período de 1979 a 2008.
FONTE: IPEA (2008).

As características da governança corporativa, no Brasil, são apresentadas, tendo como base os estudos de Araújo e Esposito (2004); Silveira (2004); Vieira e Mendes (2004); Borges e Serrão (2005); Leal e Carvalhal-da-Silva (2005a); *The World Bank Group* (2005); CVM (2008); IBGC (2008).

Assim como no estudo sobre governança corporativa, no Brasil, realizado pela Standard & Poor's (ARAÚJO e ESPOSITO, 2004), apresenta-se uma análise dos principais componentes da governança: (1) Infra-estrutura do Mercado; (2) Ambiente Legal; (3) Ambiente Regulatório; e (4) Infra-estrutura Informacional.

2.2.2.1 Infra-estrutura do mercado

Dentre as economias em desenvolvimento, o Brasil apresenta um dos mais altos níveis de renda *per capita*. No entanto, é um país que apresenta grande desigualdade social, pois quase 20% da população vive abaixo da linha de pobreza. Aproximadamente, 50% da renda nacional está concentrada entre 10% da população. Segundo o Banco mundial (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. 1), “um problema importante enfrentado pelo Brasil são os níveis relativamente baixos de investimentos em infra-estrutura”.

O Brasil experimentou, por mais de duas décadas (1964-1985), o regime militar, retornando à democracia, em 1985. Em 2002, o processo eleitoral foi cercado por uma crise de mercado que expôs o país à grande vulnerabilidade e a grandes flutuações no fluxo de capitais. A incerteza do resultado das eleições associado à aversão ao risco dos mercados internacionais elevaram o prêmio pelo risco dos títulos brasileiros (*bonds*) e as taxas de juros. Além disso, esgotaram-se as fontes de créditos internacionais para as empresas brasileiras. Apesar disso, o Brasil sobreviveu às eleições, o prêmio pelo risco dos títulos diminuiu (aproximadamente 700 pontos) e com a eleição do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva foram implementadas reformas sociais, tributárias e adotadas políticas não inflacionárias, responsáveis pelo crescimento econômico sustentável do país.

As empresas de capital aberto, no Brasil, possuem uma estrutura de propriedade e controle bastante concentrada.³⁹ Em virtude disso, há um potencial limitado para aquisições hostis (*takeovers*), entretanto, devido à grande concentração do controle acionário e a emissão de duas classes de ações⁴⁰ (ordinárias e preferenciais), os principais conflitos de governança, associados ao clássico problema de agência, são entre os acionistas majoritários e minoritários (SILVEIRA, 2004, LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005a; LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008).⁴¹ O mercado de capitais brasileiro é caracterizado por um ambiente de fraca proteção ao investidor (SHELEIFER e VISHNY, 1997; LA PORTA *et al* 1998) e, em virtude disso, os problemas de governança mais relevantes, no Brasil, decorrem da carência de proteção dos direitos dos acionistas minoritários, além de um fraco funcionamento dos conselhos de administração (*boards*).

Até meados da década de 90, menos de 10% dos investimentos das empresas brasileiras eram financiados por meio do mercado de capitais. Este fato é atribuído a décadas de política econômica intervencionista e à natureza fechada da economia que limitou as necessidades de investimento das empresas e fez do governo a principal fonte de capital.

Em decorrência da abertura de mercado, no Governo Collor (década de 90), da estabilidade econômica e monetária, das privatizações, o mercado financeiro brasileiro também cresceu.⁴² De acordo com o Banco Mundial (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. i), “o Brasil é a maior economia da América do Sul” e “o mercado de valores mobiliários brasileiro é um dos mais dinâmicos da América Latina”. Entretanto, apesar do impressionante crescimento, o papel dos mercados financeiros ainda é baixo comparado a outras economias emergentes (África do Sul, Taiwan, Chile). A expansão do mercado brasileiro não alterou a estrutura de mercado, caracterizada pela alta concentração, baixa liquidez e alta volatilidade, afastando investimentos de longo prazo de investidores individuais e institucionais.

---

³⁹ Em média, 67,47% e 69,41% das ações com direito a voto são possuídas pelo maior acionista e pelos três maiores acionistas, respectivamente (ECONOMÁTICA®, fev./08). Os outros acionistas (*free float*), que detêm ações com direito a voto, representam, em média, 12,12%.

⁴⁰ Esse fato caracteriza a separação entre propriedade e controle, ou seja, a emissão de ações preferenciais permite “aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa do que seria necessário se todas as ações possuísem igual poder de voto” (SILVEIRA, 2004, p. 55).

⁴¹ Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008) caracterizam o conflito entre acionistas e administradores como problema de agência tipo I e o conflito entre acionistas majoritários e minoritários como problema de agência tipo II.

⁴² De acordo com o Banco Mundial (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. 3), apesar das privatizações, ocorridas na década de 1990, “o setor estatal brasileiro ainda é relativamente grande”. Nesse contexto, destacam-se grupos como Petrobrás, Eletrobrás, empresas que administram portos e aeroportos do Brasil, o BNDES, a Caixa Econômica Federal.

Além disso, as condições macroeconômicas do Brasil também influenciaram no desenvolvimento do mercado, principalmente, no que se refere às taxas de juros praticadas, que impôs altos custos de financiamento (ao governo e aos negócios), tornando o mercado de capitais não atraente para as empresas (incapazes de competir por capital àquelas taxas impostas) e para os investidores (em melhor situação emprestando seu dinheiro para o governo). Apenas, recentemente, o mercado de capitais tem sido fonte de financiamento do setor privado⁴³, no entanto, o custo do investimento privado, no Brasil, é considerado alto demais (THE WORLD BANK GROUP, 2005).

O programa de privatizações ocorrido, no período de 1990 a 2002, remediou muito pouco os problemas estruturais do mercado de capitais, pois a prioridade do programa era maximizar as receitas do governo e, além disso, as vendas eram feitas a grandes grupos privados, ao invés de promover a dispersão da propriedade. Para facilitar o processo de privatização, em 1997, a Lei 9.457/97 alterou vários dispositivos da Lei das Sociedades por Ações, tanto para eliminar os direitos de *tag along* quanto para maximizar o prêmio pelo controle.

2.2.2.2 Ambiente legal

O sistema legal do Brasil é baseado no código Romano (*Civil Law Code*). Nesse contexto, são as leis que orientam a estrutura e o funcionamento do mercado de capitais e questões de governança: Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76), Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76, alterada pelas Leis 10.303/01, 11.638/07 e 11.941/09) e a Lei de Falências (Lei 11.101/05)⁴⁴, que são complementadas por instruções ou resoluções da CVM e do Banco Central, bem como pela Bovespa.

A Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76) disciplinou o mercado de capitais e criou a CVM, com competência para disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários. A Lei 6.404/76, Lei das Sociedades por Ações, fornece regras básicas que

---

⁴³ De acordo com o Banco Mundial (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. 3), “o setor bancário brasileiro é a principal fonte de financiamento para o setor privado”.

⁴⁴ Pela Lei de Falências (Decreto-Lei 7.661/45), que vigorou até o início de 2005, e que tratava tanto dos procedimentos de concordata quanto da falência, os credores tinham dificuldade em decretar a falência, recuperar seus créditos e/ou assumir o controle de uma empresa, que não honrava seus compromissos (BORGES e SERRÃO, 2005, p. 127). Essa lei protegia excessivamente os sócios controladores, em detrimento à proteção dos credores.

determinam a estrutura básica (contabilidade, forma organizacional, direitos e deveres dos dirigentes e acionistas) e a operação das empresas (públicas e privadas). Em 2001, foi aprovada a Lei 10.303/01, com o objetivo de favorecer a transparência e a dispersão acionária do mercado de capitais brasileiro. Essa lei trouxe mudanças significantes às práticas de governança corporativa, no Brasil. Em 2007, entrou em vigor a Lei 11.638/07, que alterou e revogou dispositivos da Lei 6.404/07 e da Lei 6.385/76, além de estender às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Em 2009, entrou em vigor a Lei 11.941/09, que criou um novo programa de parcelamento fiscal, alterou vários dispositivos da legislação tributária federal e modificou, mais uma vez, a Lei 6.404/76, estabelecendo novos métodos e critérios contábeis. Essas alterações na Lei 6.404/76 permitem uma aproximação ao padrão internacional do IFRS (*International Financial Reporting Standard*), que será obrigatório para as companhias abertas do Brasil, a partir de 2010, de acordo com a CVM.

A nova Lei de Falências (Lei 11.101/05) disciplina a recuperação judicial, a recuperação extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. A principal inovação desta Lei foi a instituição da recuperação judicial e extrajudicial, em substituição à concordata. Sendo assim, possibilita, dentre muitas vantagens, a gestão compartilhada (envolvimento dos credores no processo de decisão), a reestruturação das empresas economicamente viáveis que estejam passando por dificuldades momentâneas e a manutenção dos interesses dos credores.

2.2.2.2.1 Modelo de governança corporativa brasileiro

Nas seções seguintes, abordar-se-á sobre as características do modelo de governança corporativo brasileiro, no que se refere à estrutura do conselho de administração e nomeação de seus membros; direitos dos acionistas minoritários; e *enforcement* legal.

2.2.2.2.1.1 Estrutura do conselho de administração e nomeação dos membros

Os conselhos de administração (*boards*) brasileiros são compostos por, no mínimo, três membros que devem ser aprovados pelos acionistas. Os prazos de permanência dos membros no conselho não podem ser maiores que três anos e para as empresas listadas no Nível 2 e Novo Mercado da Bovespa, o prazo é de um ano. Os *boards* são responsáveis pela estratégia

geral da empresa e supervisionam sua implementação bem como pela aprovação das finanças e nomeação e demissão dos auditores independentes.

Em geral, os conselhos de administração são compostos por diretores das próprias empresas e os processos de composição, geralmente, são informais. Frequentemente, os papéis do presidente do *board* e do CEO são combinados e, geralmente, representam os interesses dos acionistas controladores da empresa. Em razão disto, muitas empresas, mantêm estruturas de *board* apenas para atender os requisitos legais, cuja propriedade e controle não se separam. Entretanto, com a expansão do mercado de capitais e para atrair mais investidores, os procedimentos de formação do *board* e dever dos diretores são mais formalizados. As recomendações de melhores práticas de governança brasileiras determinam que o *board* deveria ser constituído por uma maioria de diretores independentes, mas não há obrigatoriedade legal. Além disso, são poucas as empresas que vão além do que é requerido pela lei.

A nomeação ou destituição de um membro do conselho de administração (*board*) é assegurada aos acionistas titulares de ações preferenciais que detenham, pelo menos, 10% do capital social, e aos acionistas titulares de ações com direito a voto, que detenham, no mínimo, 15% do total das ações com direito a voto.

2.2.2.2.1.2 Direitos dos acionistas minoritários

Direitos de *Tag Along*⁴⁵: Antes da reformulação da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01), em caso de venda ou transferência de controle, os acionistas controladores recebiam prêmios, às custas dos acionistas minoritários, que podiam chegar a 1.000%. No entanto, com a aprovação da Lei 10.303/01, quando houver alienação, direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia, o acionista adquirente está obrigado a fazer uma oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar, a seus detentores, o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. No entanto, tais direitos não se estendem aos acionistas preferenciais.⁴⁶ Essas alterações, na Lei das S/A,

---

⁴⁵ O *tag along* significa assegurar, aos acionistas minoritários, que detêm ações ordinárias, os mesmos direitos assegurados aos acionistas controladores, no caso de venda ou transferência de controle.

⁴⁶ Exceto para as empresas listadas no Nível 2 da Bovespa, para as quais, as regras asseguram *tag along* de 70%. No caso de empresas listadas no Novo Mercado da Bovespa, as regras asseguram tratamento igual aos acionistas controladores (*tag along* de 100%).

propiciaram maior proteção aos acionistas minoritários, alinhando seus interesses aos dos controladores.

Fechamento de Capital: Na hipótese de fechamento de capital da companhia (transformação de empresa de capital aberto para capital fechado), a Nova Lei das S/A estipula a obrigação de se realizar oferta pública, por preço justo, sujeito à revisão por solicitação dos acionistas que representem, pelo menos, 10% do capital social.

Abuso do Direito e Conflito de Interesses: Conforme já mencionado, devido à concentração acionária, os principais conflitos de governança, associados ao clássico problema de agência, são entre os acionistas majoritários e minoritários. No entanto, a Lei 10.303/01 impede os acionistas de votarem em deliberações que conduzam ao benefício próprio, às custas da empresa ou de outros acionistas. No entanto, as situações são analisadas, caso a caso, pela CVM.

Direitos das Ações Preferenciais: As ações preferenciais, com direito de voto restrito ou vetado, somente serão negociadas no mercado de valores mobiliários se: (1) tiverem direito ao dividendo de, no mínimo, 25% do lucro, com prioridade a 3% do valor patrimonial da ação e igualdade de condições com as ordinárias; ou (2) dividendo, pelo menos, 10% maior que as ordinárias; ou (3) forem incluídas em oferta pública de alienação de controle (*tag along*), assegurado dividendo, pelo menos igual, ao das ordinárias.

Processo de Votação: Cada ação ordinária dá direito a um voto nas deliberações da assembléia geral, exceto nas eleições do conselho administrativo (*board*), em que a votação cumulativa é aplicada.⁴⁷ Acionistas preferenciais, geralmente, não têm o direito de voto nas assembléias gerais, mas podem participar das mesmas.

As deliberações dos acionistas são decididas pelo voto da maioria simples, com certas exceções, que requerem um quorum qualificado, tais como: mudanças nos privilégios das ações preferenciais, redução do pagamento de dividendos, fusões e incorporações. O acionista

---

⁴⁷ A votação cumulativa garante aos acionistas minoritários uma chance de nomear, no mínimo, um membro para o conselho administrativo (*board*).

tem o direito a nomear um representante legal para comparecer nas assembléias e votar por ele.

Em virtude das alterações da Lei das S/A, a emissão de ações preferenciais está limitada a 50% do capital total da empresa (ou seja, reduziu a proporcionalidade, no capital social, entre ações preferenciais e ordinárias para 50%), a fim de exigir maior representatividade do capital social em ações com direito a voto e aumentar a quantidade de ações necessárias ao exercício do controle.

Política de Dividendos: A Lei das S/A determina o pagamento de um dividendo mínimo obrigatório de 25% dos lucros líquidos e, além disso, oferece um incentivo fiscal de isenção de tributação sobre os pagamentos de dividendos. No entanto, apesar dos fortes incentivos, os *payouts* de dividendos, no Brasil, não são altos, em virtude da existência de benefícios privados de controle nas empresas brasileiras (acionistas controladores e administradores podem se beneficiar de um tratamento preferencial às custas de outros investidores), tais como: termos especiais de transações com partes relacionadas, altos salários para membros da família e outras formas de expropriação dos acionistas minoritários.

2.2.2.2.1.3 Enforcement legal

Apesar das inúmeras leis, no Brasil, existe baixa qualidade de *enforcement* legal. As decisões submetidas a julgamento levam muito tempo para serem resolvidas, além das inúmeras possibilidades de apelos judiciais (LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005a, p. 19). De acordo com o Banco Mundial (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. i), “o processo legislativo no Brasil pode ser lento e complicado, particularmente no caso de assuntos controversos”. Além disso, há ineficiência da justiça, pois nem sempre os juizes têm bons conhecimentos de questões financeiras ou empresarias (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. 26).

No entanto, a fim de contornar essa situação, a Lei 10.303/01 introduziu uma alternativa legal, chamada de arbitragem, como forma de resolução dos conflitos entre os acionistas e a empresa, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, desde que haja uma

cláusula expressa no estatuto social da empresa. A arbitragem é obrigatória para as empresas do Nível 2 e Novo Mercado da Bovespa.

2.2.2.3 Ambiente regulatório

Os principais órgãos reguladores, no Brasil, são: o Banco Central, a CVM, a Bovespa e a SRF. Ademais, existem órgãos independentes que produziram o primeiro manual de recomendações de boas práticas de governança corporativa, contribuindo para a definição e aplicação das regulamentações, no país, tais como: o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – IBRACON. Destacam-se, ainda, a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, órgão que fiscaliza o mercado de seguros, estabelece regras de contabilização específicas para as seguradoras e fundos de pensão abertos; o Ministério da Previdência Social, que fiscaliza e estabelece regras de contabilização específicas para os fundos de pensão fechados; e as agências reguladoras de diversos setores da economia, tais como: eletricidade, petróleo e gás, água, telecomunicações. Na visão do Banco Mundial (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. i), no Brasil, “existem muitas instituições encarregadas da definição de normas de contabilidade, regras de informação financeira e exigência de auditoria, o que resulta em ineficiência”.

O Banco Central é responsável pela supervisão do sistema financeiro do país, por meio da regulação de instituições financeiras. A CVM regula todas as questões relacionadas ao mercado de capitais, tais como registro das companhias, registro de ofertas públicas, certificação dos auditores independentes e regras a respeito das operações do mercado de capitais. A Bovespa opera sob a supervisão da CVM e é responsável por estabelecer regras e procedimentos, bem como monitorar o cumprimento das mesmas pelas corretoras, empresas listadas e investidores. A SRF⁴⁸ tem a função de controlar a arrecadação tributária da União, realizar o controle aduaneiro das importações e exportações brasileiras, além de ser responsável pela manutenção do Cadastro de Pessoas Físicas e do Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas.

---

⁴⁸ O Banco Mundial recomenda que “os reguladores e a SRF devem chegar a um acordo para assegurar que a regulamentação tributária não interfira na preparação das demonstrações contábeis para uso geral” (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. 43).

Tanto a CVM quanto a Bovespa têm atuado na promoção de melhores práticas de governança. A CVM publicou os Princípios de Melhores Práticas e exige, das empresas, o seguimento desses princípios ou uma explicação de por que não o fazem. A Bovespa, visando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, criou, em 2000, níveis diferenciados de governança corporativa, que exigem um maior comprometimento com as chamadas “boas práticas de governança corporativa”. Neste contexto, foram criados três níveis de governança: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 da Bovespa, que estabelecem regras para melhoria na divulgação das informações, nos direitos dos acionistas minoritários e na governança das empresas.

Novo Mercado: A falta de proteção aos acionistas minoritários foi um dos principais fatores que norteou a criação do Novo Mercado. Os investidores perceberam que corriam riscos, não apenas relacionados ao negócio da empresa, mas, também, por não estarem protegidos adequadamente pela regulamentação. Com isso, o valor de mercado e a liquidez das ações negociadas caíam, o custo de capital das empresas aumentava e as empresas se afastavam do mercado de capitais. Entendeu-se que a valorização e a liquidez das ações seriam influenciadas positivamente pelos direitos adicionais concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas (CVM, 2008).

O Novo Mercado da Bovespa é um segmento especial que a Bovespa introduziu, em 2001, como um esforço para promover melhores práticas de governança. Para estarem listadas no Novo Mercado da Bovespa, as empresas devem cumprir uma série de requisitos não exigidos pela Lei das S/A.

As empresas que aderem ao Novo Mercado devem seguir regulamentações mais rígidas (quando comparadas aos Níveis I e II), tendo, como principal exigência, a de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias (BORGES e SERRÃO, 2005; BOVESPA, 2008).

O Novo Mercado abriu espaço para a negociação de ações de empresas que adotem boas práticas de governança corporativa; forneçam total transparência às suas demonstrações financeiras e atos da administração; e proporcionem liquidez e dispersão de ações no mercado (CVM, 2008).

A empresa de capital aberto, participante do Novo Mercado, tem como obrigações adicionais (BOVESPA, 2008):

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.

- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Em virtude das regras no Novo Mercado serem bastante restritivas e pelo fato de que muitas empresas não teriam condições de segui-las, a Bovespa criou dois outros segmentos das empresas listadas: o Nível 1 e o Nível 2, que também foram instituídos para diferenciar as práticas de governança das empresas listadas na Bovespa.

Nível 1 da Bovespa: A qualidade e a quantidade de informações que são disponibilizadas por meio das demonstrações contábeis trimestrais, das demonstrações financeiras padronizadas e dos informes anuais são os principais requisitos a serem atendidos pelas empresas do Nível 1. Como esses relatórios são os mesmos divulgados antes da instituição dos níveis diferenciados da Bovespa, as empresas devem aprofundar e detalhar a evidência de tais informações (BORGES e SERRÃO, 2005; BOVESPA, 2008).

A empresa de capital aberto, listada no Nível 1, tem como obrigações adicionais à legislação (BOVESPA, 2008):

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa,

disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.

- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados, etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

Nível 2 da Bovespa: Além de atenderem às exigências do Nível 1, as empresas listadas no Nível 2 devem divulgar suas informações contábeis anuais de acordo com os padrões estabelecidos pelo *International Accounting Standards Board* (IASB GAAP) ou pelo *Financial Accounting Standards Board* (US GAAP) (BORGES e SERRÃO, 2005; BOVESPA, 2008).

A empresa de capital aberto, listada no Nível 2, tem como obrigações adicionais à legislação (BOVESPA, 2008):

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia

e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral.

- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

O Quadro 2 apresenta um comparativo das principais diferenças entre os segmentos da Bovespa.

Quadro 2 – Principais diferenças entre os segmentos da Bovespa

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

FONTE: BOVESPA (2008).⁴⁹

⁴⁹ Disponível em:

<<http://www.bovespa.com.br/Home/Redirect.asp?end=/Empresas/InformacoesEmpresas/ExecutaAcaoConsultaNivelGovernanca.asp?nivel=nm>>. Acesso em 01/08/2008.

2.2.2.3.1 Conselho fiscal

O conselho fiscal é um órgão que fiscaliza e supervisiona os atos dos administradores e se reporta aos acionistas. Normalmente, requerido pelos acionistas minoritários, quando existe uma disputa com os acionistas controladores. O conselho fiscal é independente da diretoria e do Conselho de Administração e tem responsabilidade de: (a) fiscalização da diretoria e do Conselho; (b) emissão de opiniões sobre transações corporativas; e (c) convocação de Assembléia Geral Ordinária.

Entretanto, uma crítica feita pelo Banco Mundial (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. ii) é que “com exceção das empresas com títulos cotados no mercado acionário dos EUA, a contribuição dos Conselhos Fiscais à supervisão do processo de informação financeira da empresa costuma ser limitada”.

2.2.2.4 Infra-estrutura informacional

Nas seções seguintes, abordar-se-á sobre as características da infra-estrutura informacional do mercado brasileiro, no que se refere aos padrões e práticas contábeis; publicação e auditoria dos demonstrativos financeiros anuais obrigatórios.

2.2.2.4.1 Padrões e práticas contábeis

Todas as empresas brasileiras devem preparar seus demonstrativos contábeis de acordo com a Lei das S/A e com os Princípios Contábeis emitidos pelo Conselho Federal de Contabilidade – CFC. O Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – IBRACON publica normas complementares, que são endossadas pela CVM e pelo CFC.

Para o Banco Mundial (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. ii), “existem diferenças significativas entre os Princípios Contábeis Geralmente Aceitos no Brasil e os preconizados nas Normas Internacionais sobre Informação Financeira”. É fato que existem diferenças entre a contabilidade brasileira e os padrões de contabilidade aceitos internacionalmente, mas, entretanto, já estão sendo amenizadas com o advento da Lei 11.638/07, no que se refere à

publicação de Fluxo de Caixa; contabilização de instrumentos financeiros ativos e derivativos; remuneração baseada em ações; mensuração, pelo *fair value*, do Imobilizado, Intangível e Diferido; *Leasing*.

2.2.2.4.2 Publicação

As empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa têm a obrigação de preparar os demonstrativos financeiros anuais auditados, tais como: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração dos Lucros Acumulados⁵⁰, Demonstração dos Fluxos de Caixa⁵¹, Demonstração do Valor Adicionado⁵² e Notas Explicativas. As empresas de capital aberto, além de preparar e publicar os demonstrativos contábeis, devem apresentar o relatório da administração, o parecer do auditor independente e do Conselho Fiscal (quando houver), além de, a cada trimestre, enviar informações à CVM e à Bovespa.

Para o Banco Mundial (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. 37), “as percepções da qualidade das informações financeiras no Brasil variam muito, porque existe grande heterogeneidade na transparência, abrangência, comparabilidade e qualidade geral das demonstrações contábeis”. As diferenças observadas nos demonstrativos contábeis das empresas são decorrentes, principalmente, da caracterização jurídica das empresas brasileiras, além de outras características (tais como: empresas registradas em bolsa de valores e as não registradas; empresas registradas no Novo Mercado; empresas com ações negociadas nos EUA; empresas exportadoras; instituições financeiras; tamanho das empresas; dentre outras).

2.2.2.4.3 Auditoria

Os auditores independentes devem auditar os demonstrativos financeiros anuais das empresas de capital aberto, fundos de investimento, instituições financeiras, seguradoras e fundos de pensão abertos. Esses auditores devem ser registrados e certificados, pela CVM, para exercer o trabalho de auditoria. “O exercício da auditoria no Brasil passou por diversas melhorias nos últimos tempos, incluindo (i) a exigência de educação profissional continuada, (ii) um sistema

---

⁵⁰ A CVM exige que as empresas com ações negociadas em bolsa preparem a Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (Instrução CVM 59, de 12 de dezembro de 1986).

⁵¹ Companhias Fechadas com patrimônio líquido inferior a R\$2 milhões não são obrigadas (LEI 11.638/07).

⁵² Demonstração obrigatória para companhias abertas (LEI 11.638/07).

de garantia de qualidade baseado em revisões pelos pares e (iii) exame de qualificação profissional mínima” (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. ii). Além disso, conforme já mencionado, no mercado de valores mobiliários e no setor financeiro, os auditores estão sujeitos a regras que incluem o rodízio obrigatório de auditores.

No Quadro 3, apresenta-se um sumário das exigências sobre contabilidade e auditoria no Brasil, por tipo de entidade.

Quadro 3 – Sumário das exigências sobre contabilidade e auditoria no Brasil, por tipo de entidade

	Órgão regulador	Normas sobre relatórios contábeis e financeiros^{ii, iii}	Exigência de auditoria	Publicação e outras exigências
Sociedades Anônimas registradas em bolsa	CVM e Bovespa ⁱ	Lei das Sociedades por Ações; Regras da CVM e do COSIF ^{iv}	Sim, por auditor registrado na CVM	Publicação obrigatória – Rodízio de auditores a cada 5 anos
Sociedades Anônimas não registradas em bolsa	-	Lei das Sociedades por Ações	Não	Publicação obrigatória ^{vi}
Sociedades Limitadas	-	Código Civil	Não	Não
Instituições Financeiras	BACEN	Lei das Sociedades por Ações; COSIF; Regras da CVM ^v	Sim, por auditor registrado no BACEN e CVM	Publicação obrigatória – Rodízio de auditores a cada 5 anos e Conselho Fiscal
Fundos de Investimento	CVM	Lei das Sociedades por Ações; Regras da CVM e do COSIF ^{iv}	Sim, por auditor registrado na CVM	Publicação obrigatória – Rodízio de auditores a cada 5 anos
Seguradoras e Fundos de Pensão Abertos	SUSEP	Lei das Sociedades por Ações; Regras CNSP/SUSEP	Sim, por auditor registrado na CVM	Rodízio de auditores a cada 5 anos

Fundos de Pensão Fechados	SPC	Regras CGPC	Sim	Rodízio de auditores a cada 4 anos
Estatais	Ministério do Planejamento – DEST (todas as estatais); CVM (estatais registradas em bolsa)	Lei que criou a estatal; Lei das Sociedades por Ações (para as estatais registradas em bolsa)	Sim (estatais registradas em bolsa); Não (estatais não registradas em bolsa)	O mesmo que as formas equivalentes do setor privado

ⁱ Existem exigências de informação financeira mais estritas, que se aplicam a empresas registradas nos segmentos especiais da Bovespa.

ⁱⁱ Os pronunciamentos sobre contabilidade e informação financeira do CFC/IBRACON também se aplicam, embora somente obriguem os profissionais da área de contabilidade. São de aplicação obrigatória para as empresas somente na medida em que forem explicitamente endossados pelos respectivos reguladores.

ⁱⁱⁱ A ANEEL é reguladora do setor de energia elétrica e tem suas próprias normas contábeis para as empresas sob sua regulamentação.

^{iv} O COSIF se aplica a fundos de investimento somente onde não conflitar com as exigências da CVM.

^v As regras da CVM se aplicam exclusivamente aos bancos registrados em bolsa, desde que não conflitem com as do BACEN.

^{vi} O Art. 294 da Lei das Sociedades por Ações isenta as pequenas Sociedades por Ações não registradas da exigência de publicação. Entretanto, as instituições financeiras não podem ser isentadas. Pequenas Sociedades por Ações são as que têm menos de 20 acionistas e patrimônio líquido de menos de (R\$1 milhão). Entretanto, não isentas da obrigação de arquivar suas demonstrações contábeis com a junta comercial.

FONTE: THE WORLD BANK GROUP (2005, p. 7-8).

2.2.2.5 Mudanças

Portanto, nos últimos anos, tem se observado mudanças na governança corporativa brasileira. Ressaltam-se os esforços para minimizar os conflitos de interesse e eliminar as diferenças entre controladores e minoritários, que vão desde a introdução do Novo Mercado da Bovespa (onde as companhias listadas devem possuir os altos padrões de governança requeridos pela lei) às mudanças na Lei das Sociedades por Ações (Lei 10.303/2001). Destacam-se, ainda, a Nova Lei de Falências (Recuperação de Empresas), com práticas voltadas à proteção dos credores e as Leis 11.638/2007 e 11.941/09, que têm como principal objetivo a atualização das regras contábeis brasileiras e aprofundar a harmonização dessas regras com os pronunciamentos internacionais, em especial, os emitidos pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), por meio dos *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

De acordo com estudo realizado pela Standard & Poor's (ARAÚJO e ESPOSITO, 2004, p. 1), “o estabelecimento do Novo Mercado e as mudanças na lei enfatizaram a promoção da dispersão de propriedade, melhor *disclosure* e transparência e a proteção aos direitos dos

acionistas minoritários”.⁵³ Além disso, a CVM publicou uma resolução proibindo os auditores de, simultaneamente, serem auditores e consultores do mesmo cliente e determinando que, pelo menos, uma vez a cada cinco anos, deve haver revezamento dos auditores.

A governança corporativa, no Brasil, passou a ser exigida das empresas que querem oferecer suas ações no mercado de capitais e que necessitam de financiamentos com taxas de juros reduzidas ou investimentos de instituições financeiras. Além disso, a governança passou a ter importância, para investidores, analistas de mercado, bancos, instituições de investimento, agências de *rating*, fundos de pensão e *private equities*, no processo de avaliação e valorização das empresas (AUDIT COMMITTEE INSTITUTE, 2007).

Além da CVM e Bovespa, vários órgãos e entidades estão exigindo ou sugerindo a adoção de boas práticas de governança, tais como: Secretaria de Previdência Complementar⁵⁴ – SPC, Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES.⁵⁵

Vale ressaltar que Diretores, Membros do Conselho de Administração, Auditores Independentes, membros do Conselho Fiscal e membros do Comitê de Auditoria estão sujeitos a sanções civis e penais, caso não cumpram suas obrigações a respeito da contabilidade, informações financeiras ou auditoria. Tais como: sanções criminais para administradores com responsabilidades fiduciárias dentro de Sociedades por Ações; outras penalidades relacionadas com falência; e sanções administrativas contra os auditores independentes e firmas de auditoria por atos dolosos e culposos no mercado de valores mobiliários (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. 26).

No Quadro 4, apresenta-se, um breve histórico sobre o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil:

---

⁵³ “*The establishment of the Novo Mercado and other securities law changes emphasize the promotion of ownership dispersion, better disclosure and transparency, and the protection of minority shareholder rights*”.

⁵⁴ Para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão (Resolução do CMN nº 3.121/03). De acordo com o Banco Mundial (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. 3), “o Brasil desenvolveu um grande sistema de previdência privada na década de 1990, para complementar um sistema público que tinha déficits cada vez maiores”.

⁵⁵ Para concessão de financiamentos. De acordo com o Banco Mundial (THE WORLD BANK GROUP, 2005, p. 3), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) “desempenha um papel de destaque no financiamento de longo prazo para o setor privado brasileiro”.

Quadro 4 – Histórico do desenvolvimento da governança corporativa no Brasil

Ano	Histórico
1995	Criação do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
1998	A ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento – cria, no âmbito da auto-regulação, o Código de Ofertas Públicas. À época, os bancos que coordenavam as ofertas públicas de empresas brasileiras perceberam que precisavam melhorar o conteúdo informacional do prospecto. Tais regulamentações causaram uma evolução enorme, em termos de informação.
1999	A CVM publicou uma resolução proibindo os auditores de, simultaneamente, serem auditores e consultores do mesmo cliente e determinando que, pelo menos, uma vez a cada cinco anos, deve haver revezamento dos auditores. Publicação do primeiro código sobre governança corporativa, elaborado pelo IBGC.
2000	A Bovespa cria os níveis diferenciados de governança corporativa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2.
2001	A reforma da Lei das Sociedades Anônimas e da Lei do Mercado de Capitais traz avanços na proteção dos acionistas minoritários e contribui para o fortalecimento da CVM. Criação dos Níveis diferenciados de Governança, pela Bovespa.
2002 e 2003	A partir das mudanças nessas leis, são feitas revisões importantes nas normas que regulam o setor. Trata-se de uma significativa melhoria nas regras básicas do mercado
2005 e 2006	A fim de estimular a disseminação das melhores práticas de Governança, o IBGC desenvolveu premiações nas instâncias empresarial, acadêmica e imprensa.

FONTE: Adaptado de AUDIT COMMITTEE INSTITUTE da KPMG (2008); ARAUJO e ESPOSITO (2004); IBGC (2008).

Apresenta-se, no Quadro 5, um comparativo sobre o desenvolvimento da governança corporativa no Mundo e no Brasil.

Quadro 5 – Comparativo entre a governança corporativa (mundo e Brasil)

Governança Corporativa		
Ano	No Mundo	No Brasil
1992	Publicação do Relatório Cadbury, considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa. O documento, elaborado por uma comissão coordenada por Sir Adrian Cadbury, surgiu como resposta aos escândalos registrados no mercado corporativo e financeiro da Inglaterra no final dos anos 1980. O Relatório influenciou as publicações dos futuros códigos de diversos países. GM divulga suas "Diretrizes de Governança Corporativa", considerado o primeiro código de governança elaborado por uma empresa.	Não houve registro sobre governança neste período.
1994	Em pesquisa realizada pelo Calpers (California Public Employees Retirement System), observou-se que mais da metade das 300 maiores companhias dos EUA tinham desenvolvido manuais próprios de recomendações de governança corporativa.	Não houve registro sobre governança neste período.
1995	Publicação do Relatório Vienot, marco da governança na França.	Fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), atual IBGC.
1996	Não houve registro sobre governança neste período.	O primeiro evento público do IBCA, no Museu de Arte Moderna, abre ciclo de debates inédito no País sobre conselheiros de administração e governança corporativa.
1997	Criação do novo mercado (Neuer Markt) da Bolsa de Frankfurt, Alemanha. No mesmo ano, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas lança relatório com recomendações sobre governança corporativa. Em setembro, ocorre a crise asiática, fomentada, entre outras coisas, por má práticas de governança corporativa.	É aprovada a Lei 9.457, reformando a Lei das Sociedades Anônimas original (Lei 6.404/1976). A Lei revoga o Tag Along de 100% para ordinaristas, sendo considerada um retrocesso na questão do direito dos acionistas minoritários.
1998	Em Julho é lançado o relatório britânico produzido pelo Comitê Hampel, intitulado Combined Code. O Comitê de Governança Corporativa, estabelecido pelo Fórum de Governança Corporativa do Japão, elabora "Os Princípios de Governança Corporativa - Uma Visão Japonesa". O documento baseou-se no relatório britânico, porém com diretrizes mais modestas. No mesmo ano, a OCDE cria o Business Sector Advisory Group on Corporate Governance.	Primeiro fundo voltado para a governança (Dynamo Puma), no programa de Valor e Liquidez do BNDESPar.
1999	O grupo de governança corporativa da OCDE abre caminho para a consolidação dos Principles of Corporate Governance, divulgado em maio, contendo diretrizes e recomendações sobre as boas práticas de governança.	O Instituto - IBCA - passa a se denominar IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). Lançado o primeiro código brasileiro sobre governança corporativa, o "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", de autoria do IBGC.
2000	Banco Mundial e McKinsey concluem em estudo que investidores estão dispostos a pagar entre 18% a 28% a mais por empresas com governança. Em São Paulo, acontece a primeira mesa redonda na América Latina, cujo resultado foi a produção de um relatório com as conclusões da realidade de cada região.	Em novembro, o IBGC realiza o 1º Congresso Brasileiro de Governança Corporativa, em comemoração ao 5º aniversário do Instituto, com a intenção de divulgar os conceitos e práticas de governança. Em dezembro, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lança oficialmente os segmentos diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Continua...

Governança Corporativa		
Ano	No Mundo	No Brasil
2001	Em novembro, é divulgado ao mundo os problemas de fraude contábil na Enron. Na sequência, diversas empresas norte-americanas são obrigadas a refazer suas demonstrações financeiras. Como uma das consequências, a empresa de auditoria norte-americana Arthur Andersen cessa suas operações, após ser acusada de obstruir os trabalhos da justiça. O código produzido pela OCDE é revisado e incorpora o resultado de debates internacionais.	Bovespa cria o Índice de Governança Corporativa (IGC) cujo objetivo é medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança. A Lei das SAs é reformada, sendo promulgada a Lei 10.303/2001, apresentando avanços, embora tímidos em relação ao projeto inicial.
2002	O congresso norte-americano aprova a Lei Sarbanes-Oxley, em julho, como resposta aos escândalos corporativos envolvendo grandes empresas do país, como Enron, Worldcom e Tyco, entre outras. No mês seguinte, a SEC edita algumas normas complementares e a Bolsa de Valores de Nova York aprova novos requisitos de governança corporativa como condição para listagem de empresas.	Em junho, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lança sua cartilha sobre governança: "Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa", voltada para as companhias abertas. CCR e Sabesp ingressam pioneiramente no Novo Mercado.
2003	Em maio, a Nasdaq anuncia normas semelhantes à Bolsa de Nova York. Em dezembro, ocorre um escândalo corporativo na Parmalat, sendo o primeiro de muitos problemas de governança corporativa com grandes empresas da Europa Continental. Na Inglaterra, é lançado o Higgs Report, contendo recomendações sobre o papel dos conselheiros externos. É lançado o Revised Combined Code, uma revisão do código de governança britânico. As empresas do país passam a ser sujeitas à regra do "comply or explain" (pratique ou explique), sendo obrigadas a divulgar de forma clara as eventuais práticas de governança não adequadas às recomendações do código do país. Na Alemanha, é lançado o código de governança alemão, seguindo de forma similar a abordagem do "comply or explain".	1ª edição do Prêmio IBGC de Monografias. Lançada a pesquisa Panorama Atual da Governança Corporativa no Brasil, objeto de parceria entre o IBGC e a Booz Allen Hamilton.
2004	A partir de recomendação da quinta Mesa Redonda de Governança Corporativa da América Latina, a OCDE cria o Círculo de Companhias.	Retomada do movimento de ofertas públicas iniciais (IPOs) no Brasil com listagem da Natura no Novo Mercado. A grande maioria das empresas listadas ingressa diretamente no Novo Mercado, segmento mais avançado de governança corporativa da Bovespa. O IBGC lança, em edição revista e ampliada, a 3ª terceira versão do "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", abordando de forma didática e detalhada o papel dos diferentes públicos-alvo da governança.
2005	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) lança documento contendo diretrizes de boa governança para empresas de controle estatal.	É realizada a oferta de ações da primeira companhia brasileira de capital amplamente disperso (Lojas Renner), uma inovação no modelo brasileiro de governança corporativa. O IBGC completa 10 anos e lança o livro "Uma década de Governança Corporativa - História do IBGC, marcos e lições da experiência". 1ª edição do Prêmio IBGC de Governança Corporativa.
2006	Mais um problema de governança corporativa é anunciado no mercado norte-americano: mais de 130 empresas são acusadas de manipular as datas de concessão dos planos de opções de ações dos seus executivos, visando aumentar seus ganhos pessoais. O escândalo, conhecido como options backdating, causa a demissão de mais de 50 CEOs e conselheiros.	1ª edição do Prêmio IBGC/Itaú de Jornalismo. Bovespa amplia regras para os níveis diferenciados de listagem. Neste mesmo ano, um caso de insider trading ocorrido durante a tentativa pioneira de aquisição hostil da Perdigão pela Sadia causa grande repercussão no mercado, aumentando a atenção do órgão regulador em operações similares.

FONTE: IBGC (2008).⁵⁶

⁵⁶ Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/LinhaTempo.aspx>>. Acesso em 05/06/08.

2.2.3 Índices de governança corporativa

A construção e utilização de índices de governança corporativa têm sido crescente, nos últimos anos. Esses índices vêm sendo construídos como uma “aproximação para a qualidade da governança corporativa” (SILVEIRA, 2004, p. 74) e têm por objetivo resumir, numa única medida, informações a respeito de diversos mecanismos e práticas de governança corporativa. Leal e Carvalhal-da-Silva (2005a, p. 5) acrescentam que esses índices consideram diferentes aspectos da governança corporativa e podem medir a qualidade das práticas adotadas.

Em contraposição, Bhagat *et al* (2007) ressaltam para as promessas e para os perigos dos índices de governança corporativa, que tentam condensar, em um simples número, as múltiplas dimensões da governança de uma empresa. Para esses autores, investidores e reguladores devem ter cuidado ao fazer inferências a respeito da qualidade de uma firma ou sobre seu desempenho futuro no mercado de ações, a partir de *ranking* ou de qualquer medida particular de governança corporativa, e concluem que não existe relação consistente entre os índices e as medidas de desempenho corporativo, nem uma melhor medida de governança corporativa, pois a governança parece depender de um contexto e de circunstâncias específicas da empresa. Larcker *et al* (2007, p. 1) acrescentam que é difícil de conceber uma situação em que a governança corporativa não seja relevante para compreender o comportamento administrativo e o desempenho de organização. Entretanto, questionam se os indicadores utilizados, realmente, capturam a complexa essência da governança corporativa, pois, em alguns casos, os resultados empíricos das pesquisas são contraditórios.

Larcker *et al* (2007) afirmam que a maioria dos estudos usa um único indicador para a governança corporativa ou índices arbitrários. A utilização de um único indicador, por exemplo, percentagem externa dos membros do conselho de administração, pode não representar, corretamente, a independência do conselho de administração e, consequentemente, isto acarretará em coeficientes de regressão inconsistentes. Problemas econométricos similares serão produzidos se um conjunto de indicadores é somado com o objetivo de representar algum tipo de índice de governança (por exemplo, o “G-score” utilizado por Gompers *et al*, 2003). Entretanto, os autores destacam que o uso de indicadores múltiplos pode aliviar o erro de medida associado a um único indicador.

Pesquisas que tendem a utilizar uma amostra limitada das dimensões da governança corporativa, geralmente, têm problemas de variáveis omitidas. Por exemplo, os pesquisadores que somente utilizam o ‘*G-score*’ estão capturando alguma combinação das medidas *anti-takeover*, mas, estão ignorando outras dimensões importantes, como por exemplo, propriedade, estrutura do conselho de administração, etc (LARCKER, 2007, p. 2).

A seguir, destacam-se, alguns trabalhos internacionais que construíram e/ou utilizaram índices de governança corporativa.

Black (2001) utilizou um *ranking* de governança de companhias russas, criado pelo banco de investimento russo – o *Brunswick Warburg*⁵⁷, com o objetivo de examinar a relação entre o comportamento da governança e o valor de mercado dessas companhias.

Kappler e Love (2002) utilizaram o índice de governança corporativa criado pelo banco *Credit Lyonnais Securites Asia (CSLA)*⁵⁸, a fim de investigar a relação entre a governança, características da empresa e ambiente legal.

Bauer *et al* (2003) utilizaram o *Deminor’s Corporate Governance Ratings*, que abrange a maioria das empresas incluídas no índice FTSE Eurotop 300, em 2000 e 2001. O *Deminor* avalia, aproximadamente, 300 critérios, relacionados a práticas de governança corporativa, subdivididos em quatro categorias: direitos e deveres dos acionistas; medidas contra aquisições hostis (*anti-takeover*); *disclosure*; e composição e funcionamento do conselho de administração (*board*).

Barontini e Siciliano (2003) definiram um número de variáveis *dummies* para representar o risco de expropriação, que depende da existência de um acionista controlador, do direito a voto dos outros acionistas e da existência de ações sem direito a voto.

---

⁵⁷ O *ranking* de governança corporativa do *Brunswick Warburg* representa a soma de 18 elementos de risco, combinados dentro de oito *subrankings*: *disclosure* e transparência, diluição pela emissão de ações, preço de transferência, diluição por fusão ou reestruturação, falência, limite à posse de ações por estrangeiros, atitude dos gestores em relação aos acionistas e risco com afiliadas.

⁵⁸ O índice do *CSLA* foi construído, considerando-se as seguintes dimensões de governança: disciplina da administração, transparência, independência do conselho de administração (*board*), prestação de contas (*accountability*), responsabilidade, proteção aos minoritários e responsabilidade social. Klapper e Love (2002), em sua pesquisa, desconsideraram a dimensão responsabilidade social.

Gompers *et al* (2003) construíram um índice de governança corporativa (como *proxy* para o nível de direitos dos acionistas) para 1500 empresas americanas, a partir de informações objetivamente acessadas no *Investor Responsibility Research Center* (IRRC). O índice representa a simples soma das variáveis *dummy*⁵⁹ e subdivide-se em cinco grupos: estratégias para evitar aquisições hostis, direito a voto, proteção aos diretores, outras medidas contra aquisições hostis e estado das leis (*anti-takeover*). Bebchuk *et al* (2009) analisaram as 24 medidas *anti-takeover* do IRRC, utilizadas por Gompers *et al* (2003), e identificaram que, apenas, seis dessas medidas tinham relação com o valor de mercado e retornos anormais das ações das empresas. No entanto, a relação encontrada na pesquisa anterior foi reconfirmada.

A fim de verificar porque as empresas adotam boas práticas de governança, mesmo sem exigência legal; quais os atributos relacionados à qualidade da governança e como esses atributos interagem com o ambiente legal; e a relação entre valor da firma e governança corporativa, Durnev e Kim (2004) utilizaram como *proxy* para qualidade de governança o índice criado pelo banco *Credit Lyonnais Securites Asia* (CSLA) e o índice de transparência da Standard & Poor's.⁶⁰

Brown e Caylor (2004) construíram um índice de governança para empresas norte-americanas, a partir do *Institutional Shareholder Services database* (ISS). O índice é uma medida composta pela soma de 51 fatores⁶¹, subdividido em oito categorias: auditoria; conselho de administração (*board*); normas estatutárias; educação dos diretores; compensação dos diretores e executivos; direitos de propriedade; práticas progressivas e estado de incorporação (medidas *anti-takeover*).

Black *et al* (2006) construíram um índice de governança corporativa (KCGI) para companhias koreanas, baseados num levantamento feito pela *Korea Stock Exchange* (KSE). O índice é constituído de cinco sub-índices: direitos dos acionistas, estrutura e procedimentos do conselho de administração (*board*), transparência (*disclosure*) e estrutura de propriedade.

---

⁵⁹ Para cada item que restringisse o direito dos acionistas (e aumentasse o poder dos administradores) era atribuído 1.

⁶⁰ O índice da *Standard & Poor's* leva em consideração práticas de *disclosure*, estrutura de propriedade, relação com o investidor, composição e funcionamento do conselho de administração (*board*).

⁶¹ Os fatores foram classificados de maneira binária (0 ou 1).

Larcker *et al* (2007), a partir de uma ampla amostra de indicadores de governança corporativa, que incluem, dentre outras características, conselho de administração, medidas anti-takeover, compensação de executivos, acionistas institucionais, estrutura de capital e propriedade, encontraram 14 fatores que caracterizam a extensibilidade dos 39 indicadores individuais da governança.

2.2.3.1 Índices brasileiros de governança corporativa

Silveira (2004) construiu um índice de governança corporativa para 161 companhias de capital aberto no Brasil, denominado IGOV, a partir de 20 perguntas binárias e objetivas.⁶² Ao construir o IGOV, quatro dimensões da governança corporativa foram consideradas: (1) acesso às informações; (2) conteúdo das informações; (3) estrutura do conselho de administração; e (4) estrutura de propriedade e controle. Além disso, o índice contempla as recomendações dos códigos de melhores práticas de governança corporativa do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e da CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

O índice elaborado por Leal e Carvalhal-da-Silva (2005a) é inspirado nas melhores práticas de governança, recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), no código de melhores práticas da *Organization for Economic Co-operation and Development*⁶³ (OECD), recomendado pelo *World Bank* (2003), e no código da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os autores construíram o índice das práticas de governança corporativa (CGI), a partir de um conjunto de 24 questões⁶⁴, respondidas objetivamente, com base em informações públicas disponíveis⁶⁵ das empresas brasileiras listadas na Bovespa. As questões foram subdivididas em quatro dimensões: (1) *disclosure*, (2) função e composição do conselho de administração (*board composition and functioning*), (3) ética e conflitos de interesses (*ethics and conflicts of interest*) e (4) direitos dos acionistas (*shareholder rights*). Essas dimensões constituíram-se em sub-índices. Cada questão admitia como resposta “sim” ou “não”. Se a resposta fosse “sim”, atribuía-se valor 1 a questão. O índice, portanto, representava a soma dos pontos de cada questão.

---

⁶² Ver ANEXO 1.

⁶³ Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

⁶⁴ Ver ANEXO 2.

⁶⁵ Base de dados da Infoinvest, CVM, demonstrativos anuais e periódicos das empresas e websites.

Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008) desenvolveram o *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI), índice brasileiro de governança corporativa. O BCGI é uma pequena versão do *score* elaborado por Leal e Carvalhal-da-Silva (2005a), que, por sua vez, é inspirado nas melhores práticas recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), pela Bovespa, pela CVM e no código de melhores práticas da *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD), recomendado pelo *World Bank* (2003). Para desenvolvimento do *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI), foram coletados dados de fontes públicas de informações⁶⁶ e do banco de dados da Economática® de todas as empresas de capital aberto, listadas na Bovespa, nos anos de 1998, 2000, 2002 e 2004. O BCGI é um *score* construído a partir de um questionário⁶⁷ composto por 15 questões objetivas. As questões foram elaboradas, a fim de avaliar quatro dimensões da governança corporativa: *disclosure*, estrutura de propriedade e controle (*ownership structure*), composição e função do conselho de administração (*board*) e direitos dos acionistas (*shareholders rights*). As respostas das questões são binárias (0 e 1), ou seja, Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008) atribuíram 0 para as respostas que indicavam governança ruim (*bad governance*) e 1 para as respostas que indicavam boa governança (*good governance*). O *score* do BCGI é obtido por meio de uma média simples das quatro dimensões.

2.3 Analistas de mercado

Os analistas de mercado, mais especificamente os analistas de investimento, são profissionais qualificados, que auxiliam os investidores a escolher e gerenciar seus investimentos. Esses profissionais podem atuar de forma independente ou podem ser funcionários de uma instituição intermediária (*broker houses*) (MARTINEZ, 2004a).

O analista de mercado é um profissional de conhecimento “que utiliza e produz informações com o objetivo de avaliar empresas e setores produtivos para identificar boas oportunidades de investimento” (BOFF *et al*, 2006, p. 169). De acordo com Dechow e Schrand (2004, p. 5), os analistas avaliam o desempenho das empresas e avaliam se o desempenho atual é

---

⁶⁶ CVM, BOVESPA e *websites* das empresas.

⁶⁷ Ver ANEXO 3 e ANEXO 4.

indicativo de desempenho futuro e, baseados em suas análises, esses analistas determinam se o preço corrente da ação reflete o valor intrínseco da empresa.

Os analistas de mercado são considerados agentes propagadores de informações (MARTINEZ, 2004a; 2004b; 2005), pois coletam e consolidam as informações (quantitativas e qualitativas, obrigatórias ou voluntárias) divulgadas, avaliam o desempenho das empresas, realizam previsões sobre os resultados futuros e recomendam operações de compra, venda ou manutenção de ações (HEALY e PALEPU, 2001; BOFF *et al*, 2006; MARTINEZ, 2004a; 2007a). Bushman *et al* (2005) afirmam que os analistas procuram cobrir as empresas com melhor nível de ambiente informacional, principalmente, aquelas que apresentam menor gerenciamento de resultados. Lang e Lundholm (1996) encontraram evidências de que a cobertura dos analistas e o *disclosure* das empresas tendem a ser positivamente correlacionados.

De acordo com o Código de Ética e Padrões de Conduta Profissional dos Profissionais de Investimento da APIMEC (2009),⁶⁸

Artigo 1º - [...], considera-se Profissional de Investimento a pessoa que profissionalmente avalia e/ou aplica dados financeiros, econômicos ou estatísticos como parte da atividade profissional de análise financeira, administração de investimentos, administração de carteiras, análise de títulos e valores mobiliários, consultoria de investimentos e outras atividades profissionais similares.

Artigo 2º - A atividade do Profissional de Investimento abrange qualquer atividade desenvolvida em caráter profissional por pessoa natural registrada ou não na CVM envolvendo títulos e valores mobiliários, incluindo a compra e/ou venda, a emissão de relatórios de análises e pesquisas, a recomendação de compra, venda ou manutenção, a análise de crédito, demonstrações financeiras, riscos e investimentos, a administração de fundos ou carteiras de investimento, a análise econômica, a elaboração de estratégia de atuação nos mercados, o relacionamento com investidores e consultoria financeira e de investimentos.

A Ilustração 6, mostra o ambiente informacional, no mercado de capitais brasileiro, onde os analistas de mercado exercem seu papel.

---

⁶⁸ Disponível em <<http://www.apimec.com.br>>. Acesso em 24/09/09.

Ilustração 6 – Ambiente informacional no mercado de capitais

FONTE: MARTINEZ (2004a, p. 25).

Observa-se, de acordo com Martinez (2004a), o ambiente informacional no mercado de capitais e os diversos agentes que influenciam a qualidade da informação. Dentre eles, destacam-se os analistas de mercado, que coletam e analisam as informações disponíveis (a respeito das empresas integrantes do mercado de capitais) e atuam como intermediários financeiros, influenciando em decisões dos investidores quanto à composição de carteiras de investimento e recomendando a compra ou venda de ações. Dentre as informações demandadas pelos analistas de mercado, destacam-se as demonstrações financeiras, que sofrem influência dos órgãos reguladores (CVM, CFC, IBRACON, SRF), dos dirigentes e, da estrutura de governança corporativa adotada pelas empresas.

Nesse ambiente informacional do mercado de capitais, repleto de problemas de assimetria informacional e conflitos de agência, que impedem a alocação eficiente de recursos, as instituições (e profissionais), criadas para favorecer a credibilidade do *disclosure*, desempenham um importante papel para reduzir esses problemas (HEALY e PALEPU, 2001).

2.3.1 Papel dos analistas de mercado

A previsão e projeção de resultados futuros é um dos papéis mais relevantes dos analistas de mercado de capitais, pois essas previsões são utilizadas como “variável crucial para os modelos de avaliação de ações”, pois uma adequada avaliação depende de boas projeções de resultados futuros (MARTINEZ, 2004a, p. 64; 2005, p. 1; 2007b, p. 105). O objetivo dos analistas é fornecer a mais acurada previsão, minimizando a média dos erros de previsão absoluta (GU e WU, 2003).

Os analistas de mercado, em virtude das vantagens comparativas que possuem, podem exercer o papel de monitoramento do desempenho gerencial e fornecer informações relevantes aos acionistas e credores, reduzindo, dessa forma, os custos de agência e de capital, quando problemas entre principal e agente existem (JENSEN e MECKLING, 1976, p. 127-128; MOYER *et al*, 1989, p. 510). Dechow e Schrand (2004, p. 72) acrescentam que os analistas, ao demandarem informações de alta qualidade, desempenham, informalmente, o papel de monitorar a qualidade dos lucros. Além disso, outro principal papel desses analistas é o de tornar os mercados de capitais, informacionalmente, mais eficientes. Os analistas fornecem respostas às demandas informacionais dos investidores (MOYER *et al*, 1989, p. 503).

Pesquisas sobre o papel dos analistas de mercado indicam que eles têm um valioso papel na eficiência dos mercados, pois atuam como intermediários da informação e auxiliam na predição de retornos futuros (SCHIPPER, 1991; CLEMENT, 1999, p. 286; HEALY e PALEPU, 2001; BARTH e HUTTON, 2003; ABARBANELL e LEHAVY, 2003a; DECHOW e SCHRAND, 2004). Os analistas e suas previsões são fontes de informação nos mercados de capitais. As previsões afetam o ambiente de informação e influenciam o nível e a variabilidade de preços dos títulos (KOTHARI, 2001). Os analistas adicionam valor ao mercado de capitais por meio de suas análises, previsões de lucros e recomendações de compra e venda de ações (HEALY e PALEPU, 2001).

Os analistas têm incentivos para fazer previsões e recomendações otimistas quando são contratados por empresas que desejam subscrever e vender ações (WOMACK, 1996; LIN e MCNICHOLS, 1998; DECHOW *et al*, 2000; KOTHARI, 2001).

Há uma vasta literatura internacional relacionada à previsão dos lucros dos analistas. Alguns desses estudos encontram que os analistas não consideram, em suas previsões, toda informação contábil relevante (por exemplo, os *accruals*), questionando a capacidade das previsões dos analistas em auxiliar os investidores na avaliação de seus ativos (STOBER, 1992; ABARBANELL e BUSHEE, 1997; BARTH e HUTTON, 2003). Entretanto, outros estudos encontram que as previsões dos analistas são mais acuradas em prever os resultados futuros do que os modelos estatísticos de séries temporais (CONROY e HARRIS, 1987; ABARBANELL, 1991; BROWN, 1996; BROWN *et al*, 1987; HEALY e PALEPU, 2001; BEAVER, 2002) e são menos enviesados do que as expectativas de lucros contidas nos preços das ações (ABARBANELL e BERNARD, 1992). Estes estudos sugerem que as previsões dos analistas tenham potencial fornecer, aos investidores, informação relevante sobre os lucros.

Para Martinez (2004a, p. 10; 2007a, p. 2), o papel dos analistas é “o de transferir informações de segmentos mais bem informados para outros menos informados, que absorvem as novas informações de modo mais lento”. Boff *et al* (2002, p. 13) afirmam que a principal característica do trabalho dos analistas é a “necessidade de adquirir e interpretar as informações continuamente”.

De acordo com Martinez (2004a; 2004b), os analistas desempenham o papel de consolidar as expectativas do mercado sobre os resultados futuros da empresa. Essas expectativas, por sua vez, direcionam os preços das ações. “O mercado tem pago um prêmio para as empresas que conseguem atingir, com relativa precisão, as estimativas dos analistas. O retorno dessas empresas num período de 30 dias é maior que o das empresas que excedem, com folgas, as expectativas dos analista” (MARTINEZ, 2004a, p. 169; 2004b, p. 12).

Portanto, percebe-se que as empresas que alcançam, com precisão, as estimativas dos analistas de mercado são premiadas com um excesso de retorno. Quando o resultado (lucro ou prejuízo) anunciado é diferente das expectativas do mercado, o preço da ação reage à divulgação.

2.3.2 Acurácia, viés e precisão da previsão dos analistas

O erro, em um experimento qualquer, de acordo com Fernandes (2005, p. 25-26), pode ser definido como a diferença entre o valor calculado ou observado e o valor “verdadeiro”. No entanto, como o valor verdadeiro não é conhecido, *a priori*, utiliza-se um valor aproximado identificado. A acurácia desse experimento é a medida de quão próximo o valor obtido está do valor verdadeiro, ou seja, é a medida de quão correto é o resultado. Já a precisão de um experimento é a medida da exatidão com a qual o resultado é determinado, ou seja, é a medida de quão reprodutível é o resultado. A acurácia e a precisão devem ser analisadas de forma simultânea, pois de nada adianta um resultado preciso, no entanto, não acurado e vice-versa.

Num ambiente de incerteza, em que os investidores precisam tomar decisões de investimento, como o resultado de uma empresa não é conhecido antes da realização do investimento, o investidor pode recorrer ao auxílio dos analistas de mercado cujo papel é prever e projetar os resultados futuros das empresas. O erro de previsão decorre da variação entre o valor calculado (ou seja, por eles, projetado) e valor verdadeiro (por exemplo, lucro real/efetivo de uma determinada empresa). A medida de acurácia dessas previsões tem o objetivo de verificar quão próxima está a previsão do analista do resultado real/efetivo da empresa.

A acurácia da previsão de analistas, de acordo com Kothari (2001) e Byard *et al* (2006), é usada como critério para determinar os melhores analistas e que estes têm fortes incentivos pra prever lucros precisamente. A literatura internacional sobre acurácia da previsão de analistas sugere que a acurácia seja uma importante medida de desempenho para analistas (MIKHAIL *et al*, 1997; CLEMENT, 1999).

Para Martinez e Salim (2004, p. 2) e Martinez (2004a, p. 45), a acurácia da previsão dos analistas é definida “pela combinação da precisão e do viés”. A previsão será mais acurada quanto menor for o seu viés e maior a sua precisão. O viés, na previsão, acontece quando o valor estimado é sistematicamente diferente do valor real (GU e WU, 2003; MARTINEZ, 2004a). Martinez e Salim (2004, p. 2) e Martinez (2004a, p. 45) fazem uma analogia desses conceitos com o tiro ao alvo (Ilustração 7).

Uma estimativa sem viés e precisa seria aquela que identificasse valores bem próximos da mosca, com significativa acurácia. Uma estimativa precisa, mas viesada, seria aquela que apresentasse valores muito próximos entre si, mas distantes do valor correto. Numa estimativa não viesada mais imprecisa, os valores estariam afastados um do outro e fora da mosca, apesar de dispersos a seu

redor. Para um estimador viesado e impreciso, os valores estariam espalhados longe do centro e distantes uns dos outros.

Ilustração 7 – Analogia dos conceitos de viés, precisão e acurácia com o tiro ao alvo
 FONTE: MARTINEZ e SALIM (2004, p. 2), MARTINEZ (2004a, p. 46).

De um modo geral, a acurácia da previsão dos analistas é medida como o negativo do valor absoluto dos erros de previsão dos analistas (diferença entre a previsão consensual dos analistas, disponível antes do final do ano fiscal⁶⁹ e o lucro por ação real), deflacionado pelo preço da ação (LANG e LUNDHOLM, 1996; DURU e REEB, 2002; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006). Conforme demonstrado, a seguir.

$$ACURACIA_t = (-1) \frac{|LPAPREV_{i,t}^{t-1} - LPAREAL_{i,t}|}{P_{i,t-1}}$$

Em que:

$LPAPREV_{i,t}^{t-1}$ = lucro por ação previsto pelo consenso dos analistas no tempo t-1 para a empresa i para o tempo t;

$LPAREAL_{i,t}$ = lucro por ação efetivo da empresa i apurado no tempo t; e

⁶⁹ O período, anterior ao final do ano fiscal, varia em conformidade com as pesquisas.

$P_{i,t-1}$ = preço da ação da empresa no tempo t-1.

Multiplicando o erro de previsão absoluto por (-1) tem-se uma medida que aumenta com acurácia de previsão maior. Sendo assim, um atributo da empresa que está negativamente associado com a acurácia sinaliza previsões menos precisas (acuradas). O viés otimista ou pessimista da previsão é dado pelo sinal obtido na diferença entre a previsão dos analistas e o lucro real, escalonado pelo preço da ação.

A métrica utilizada, por Martinez e Salim (2004) e Martinez (2004a; 2005; 2007b), para identificar o desempenho dos analistas em suas projeções, é o erro de previsão (*ErrPrev*), calculado pela diferença entre o resultado real (lucro efetivo) e o resultado projetado (lucro estimado) pelos analistas, conforme demonstrado, a seguir.

$$ErrPrev = \frac{LPA_{real} - LPA_{prev}}{|LPA_{real}|}$$

Em que:

LPA_{real} = lucro por ação efetivo do período.

LPA_{prev} = lucro por ação apurado, a partir do consenso⁷⁰ dos analistas (média).

$|LPA_{real}|$ = valor absoluto (módulo) do lucro por ação efetivo⁷¹.

Para efeito de apurar os valores médios dos erros de previsão, Martinez e Salim (2004) e Martinez (2004a; 2005; 2007b) trabalharam com os seguintes conceitos: Média dos erros de previsão (MEP) e Média dos erros de Previsão Absolutos (MEPA). A MEP foi calculada a fim de verificar a existência de um viés, cujos valores negativos significam surpresa negativa (resultado projetado superior ao realizado), ou seja, um viés otimista nas previsões⁷². A MEPA foi calculada a fim de estimar a acurácia, quanto mais distante de zero for o valor

⁷⁰ Uma previsão do consenso é a média ou a mediana das previsões de lucros dos analistas (trimestral, anual ou a longo prazo) de uma firma individual (KOTHARI, 2001).

⁷¹ De acordo com Martinez (2004a, p. 66-67; 2007b, p.107), “utiliza-se no denominador o valor absoluto (módulo) para capturar com exatidão o sentido do erro de previsão. Ao ser o numerador dividido pelo valor absoluto do lucro efetivo, permite-se a comparabilidade em termos percentuais”. No entanto, em virtude da impossibilidade de se calcular os erros de previsão se o lucro por ação efetivo fosse igual a zero, o autor excluiu essas observações.

⁷² De acordo com Kothari (2001), o otimismo da previsão advém de uma diferença positiva sistemática entre a previsão e os lucros reais por ação.

dessa variável, maior o montante de erros de previsão computados. As fórmulas para o cálculo da MEP e MEPA são demonstradas, a seguir.

$$MEP = \left(\frac{1}{n}\right) x \sum_{i=1}^n Err Pr ev$$

$$MEPA = \left(\frac{1}{n}\right) x \sum_{i=1}^n |Err Pr ev|$$

Na análise, quanto mais distante de zero for o valor da *MEPA*, maior será o montante de erros de previsão computados, ou seja, na estimativa da acurácia, todos os erros (positivos ou negativos) são considerados, deve-se procurar apreciar a distribuição de erros que, em termos absolutos, fica mais próxima de zero (MARTINEZ e SALIM, 2004, p. 7; MARTINEZ, 2004a, p.69; 2005, p. 6; 2007b, p. 108).

Apesar de se encontrar na literatura internacional (LANG e LUNDHOLM, 1996; DURU e REEB, 2002; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006) a medida dos erros de previsão em termos percentuais do preço da ação, Martinez e Salim (2004, p. 5) e Martinez (2004a, p. 67; 2007b, p. 107) ressaltam que “os preços trariam, na análise, distorções, pois os erros de previsão passariam a ser mensurados em termos de um fator sobre os quais os analistas não possuem controle”.

Silva (1998) utilizou, como medida de erro de previsão, o índice resultante da diferença entre o resultado previsto e o resultado real, dividido pelo patrimônio líquido da empresa analisada. Para Silva (1998, p. 6), “este índice representa o erro cometido pelo analista [...] em termos de rentabilidade patrimonial”.

Assim como Richardson *et al* (1999), Martinez (2004a, p. 74; 2007b, p. 108), no mercado brasileiro, verificou uma queda nos erros de previsão, ao longo do ano, à medida que se aproxima o final do exercício, confirmando a hipótese de que os analistas revisam e ajustam suas previsões a valores mais próximos dos reais. “A idade da previsão é um fator muito importante para identificar sua acurácia. Em termos práticos, constata-se que à medida que a idade da previsão, [...] vai se reduzindo, ocorre uma melhoria significativa na acurácia das previsões” (MARTINEZ, 2004a, p. 110; 2005, p. 7). Comportamento semelhante foi

observado por Franco (2002, p. 600), “à medida que novas informações são incorporadas, a acurácia das projeções aumenta”.

“As projeções de resultados dos analistas são muito sensíveis às expectativas do mercado, às circunstâncias econômicas e até mesmo a fatores políticos, o que acaba influenciando, significativamente, o perfil, de otimismo ou pessimismo, com que os analistas prevêm o futuro” (MARTINEZ, 2004a, p. 76; 2007b, p. 109). Segundo o mesmo autor, as particularidades de cada ano podem explicar um nível maior ou menor de acurácia (respectivamente, p. 77; p. 110). Além disso, verificou, no mercado brasileiro, que “os analistas, embora tenham cometido erros de previsão em determinado período, no período seguinte continuam a persistir no mesmo erro” (MARTINEZ, 2004a, p. 101; 2007b, p. 111). Vale ressaltar, também, que a atividade do analista se torna muito complexa em virtude das crises econômicas internacionais e instabilidade política (MARTINEZ, 2004a, p. 195).

Lang e Lundholm (1993, 1996) encontraram evidências de que empresas com alto nível de *disclosure* apresentam erros de previsão menores; atraem um número maior de analistas; possibilitam, aos analistas, maior acurácia em suas previsões; menor dispersão entre as previsões individuais dos analistas e menor volatilidade nas revisões das previsões. Duru e Reeb (2002) verificaram que as previsões de resultados das empresas, que possuem diversificação internacional corporativa⁷³, são menos acuradas e mais otimistas, pois, nestes casos, a complexidade da previsão aumenta. De acordo com Yu (2005), empresas com maior cobertura de analistas possuem um nível menor de discricionariedade nos *accruals*, ou seja, menos possibilidade de manipulação do resultado contábil.

O viés otimista, nas previsões dos analistas, já foi observado em diversas pesquisas internacionais (SCHIPPER, 1991; BROWN, 1996; LIM, 1998; BROWN, 1998; RICHARDSON *et al*, 1999; DECHOW *et al*, 2000; KOTHARI, 2001; BEAVER, 2002; GU e WU, 2003; ABARBANELL e LEHAVY, 2003a; 2003b; 2003c; DECHOW e SCHRAND, 2004). Mesmo utilizando metodologias distintas, variáveis e períodos diferentes, os pesquisadores observaram que as previsões de lucro tendem a ser superiores aos resultados obtidos, efetivamente, pelas empresas analisadas. Richardson *et al* (1999) verificaram que as

---

⁷³ Diversificação geográfica de empresas multinacionais, com operações no exterior.

previsões otimistas são mais fortes para empresas que apresentaram *market-to-book* altos, para empresas maiores e em períodos de crescimento econômico.

No Brasil, em síntese, os analistas de companhias brasileiras também têm um comportamento enviesado e suas projeções são otimistas, em média (SILVA, 1998; FRANCO, 2002; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; 2007b). Em termos de precisão e acurácia, observa-se um desempenho fraco (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; 2007b), além de se observar uma persistência do consenso dos analistas no erro, no entanto, predominam os consensos otimistas sobre os pessimistas (MARTINEZ, 2004a; 2007b).

Silva (1998, p. 8) observou que “quando a empresa apresenta grandes prejuízos, deixa de ser foco dos analistas. Desta forma, os analistas deixam de fazer previsões para seus resultados”. Estas evidências, também, foram encontradas por Brown (1998). Martinez (2004a, p. 126; 2007b, p. 112), embasado em Haynes e Levine (2000), justifica o viés otimista das projeções dos analistas, por meio do viés de seleção, ou seja, quando as projeções são positivas, vale o esforço de elaborar um relatório, no entanto, quando as previsões são desfavoráveis, os analistas não têm incentivos para produzir uma análise pessimista, omitindo-se.

No viés de seleção presume-se que cada analista revele sua verdadeira expectativa em relação ao desempenho da firma. Contudo, aqueles analistas que acreditam que a firma terá um desempenho pobre, optam por não liberar suas estimativas. Devido a esses analistas que se omitem em evidenciar suas efetivas previsões, o consenso de mercado irá refletir expectativas maiores do que as que poderiam ter em relação à população como um todo (MARTINEZ, 2004a, 125; 2007b, p. 112).

“Acredita-se que a reflexão sobre o viés de seleção é oportuna sempre quando se apreciar qualquer espécie de consenso dos analistas, seja esse de previsão de resultados, seja de recomendações de ações” (MARTINEZ, 2007b, p.116). “A avaliação da magnitude desse viés dependerá de características específicas da empresa, tamanho, condições em que foi apurado o consenso, número de estimativas e sua dispersão” (MARTINEZ, 2004a, p. 200; 2007b, p. 117).

Quando o resultado efetivo de uma empresa se revela superior a zero (apresentando lucro), Martinez e Salim (2004, p. 10) e Martinez (2004a, p. 86) verificaram que os analistas desenvolvem um trabalho melhor do que quando a empresa apresenta resultados negativos.

Ou seja, “os analistas para empresas lucrativas têm um desempenho comparativamente superior às empresas que encerram o exercício com prejuízo” (MARTINEZ e SALIM, 2004, p. 11; MARTINEZ, 2004a, p. 90). Resultados estes que são contrários aos encontrados por Brown (1997), no mercado americano.

Vale ressaltar que as previsões sofrem revisões, ao longo do ano, e que as últimas previsões, antes da divulgação dos resultados, tendem a apresentar menor erro (ou maior acurácia), entretanto, prevalece o viés otimista nas previsões (BROWN, 1997; FRANCO, 2002; DECHOW e SCHRAND, 2004; MARTINEZ, 2004a; 2007b). No entanto, os erros de previsão são menores para as empresas maiores (tamanho) e que são cobertas por muitos analistas (BROWN, 1997).

Silva (1998) verificou, no mercado brasileiro, que a data da previsão do analista (quanto maior, menor a acurácia), a volatilidade dos resultados das empresas (quanto maior, menor a acurácia) e o setor de atividade são variáveis determinantes da capacidade de previsão dos analistas.

Boff *et al* (2006, p. 189) constataram que a experiência do analista e os recursos, por ele, utilizados têm implicações sobre os resultados de suas previsões e recomendações. “O domínio do processo de análise, da gerência da informação e do conhecimento da empresa ou setor avaliado implica melhor desempenho”.

Martinez (2004a, p. 83-84) identificou que a acurácia e o viés dos analistas são influenciados por fatores específicos dos setores analisados. Em setores tecnologicamente mais complexos e mutáveis (veículos e peças; siderurgia e metalurgia; e telecomunicações) a acurácia é menor que em setores tradicionais ou conservadores, cujo processo produtivo é estável (mineração; transportes; e construção).

Ademais, Martinez e Salim (2004, p. 12) e Martins (2004a, p. 93) encontraram, no mercado brasileiro, algumas evidências de fatores que podem ter influência nos erros de previsão de consenso dos analistas, descritas no Quadro 6.

Quadro 6 – Fatores que podem ter influência nos erros de previsão de consenso de analistas

Fatores	Hipóteses	Resultados
Cobertura pelos analistas	Há uma maior acurácia à medida que se aumenta o número de analistas que acompanham uma determinada empresa. “Presume-se que um número maior de analistas represente um maior volume de informações sobre a firma, e que, o efeito portfólio [...], melhore a qualidade do estimador de consenso” (respectivamente, p. 12; p.93).	As evidências confirmaram a hipótese.
Dispersão das estimativas	“Quanto mais dispersas forem as estimativas, maior é a incerteza sobre os resultados previstos. Como consequência, espera-se que a média das previsões dos analistas sejam menos acuradas à medida que aumenta a dispersão entre as estimativas” (respectivamente, p. 13; p. 94).	As evidências confirmaram a hipótese.
Tamanho da empresa analisada	“Existem diferenças sistemáticas entre os erros de previsão dos analistas entre empresas agrupadas por seu tamanho” (respectivamente, p. 13; p. 96). Como <i>proxy</i> para tamanho, os autores utilizaram, por ano, o valor de mercado da empresa numa unidade monetária constante.	As evidências confirmaram a hipótese. Para empresas grandes, os analistas desempenham um trabalho superior ao que fazem para as empresas pequenas.

FONTE: Adaptado de MARTINEZ e SALIM (2004) e MARTINEZ (2004a).

De acordo com Martinez (2004a, p. 98), “o nível de acurácia aumenta à medida que se passa de firmas de pequeno valor de mercado em relação ao valor patrimonial, para firma de valor de mercado maior que o valor patrimonial” e, “em anos de crescimento econômico, os analistas são mais otimistas, porém, ao mesmo tempo, acabam sendo mais acurados em suas previsões”.

Além disso, os erros de previsão dos analistas tendem a ser menores em períodos de crescimento econômico. Martinez (2004a, p. 98) utilizou, como *proxy* para o crescimento econômico, a variação do PIB.

De um modo geral, Martinez (2004a, p. 201) recomenda que ao se analisar as previsões de consenso, deve-se observar: setor econômico, tamanho da empresa, valor de mercado da ação, perspectiva de resultados (lucro ou prejuízo), número de estimativas e dispersão entre as estimativas.

2.3.3 Acurácia das previsões individuais dos analistas

A acurácia das previsões individuais dos analistas é afetada por suas qualidades, aptidões e capacidade inata, atribuições da empresa, por sua especialização em determinados setores, pelo número de empresas acompanhadas, pela frequência de suas previsões, por sua experiência, mas também, pelas características da corretora para a qual trabalha, como por exemplo, tamanho da corretora (JACOB *et al*, 1999; GILSON *et al*, 2001, YU, 2005).

Investigando os determinantes da acurácia das previsões individuais dos analistas de empresas brasileiras, Martinez (2004a; 2005) verificou que a acurácia dos analistas está correlacionada positivamente com a experiência que estes adquirem na análise de uma empresa, no entanto, está correlacionada negativamente com os anos de experiência na função. Verificou que analistas que trabalham em corretoras maiores são mais acurados e, além disso, a acurácia passada explica, em parte, a acurácia corrente. Os trabalhos de Mikhail *et al* (1997) e Clement (1999) foram as principais referências metodológicas da pesquisa de Martinez (2004a; 2005), no que se refere à acurácia das previsões individuais dos analistas.

Mikhail *et al* (1997) verificaram que há um declínio significativo, estatisticamente, no valor absoluto dos erros de previsão, à medida que aumenta a experiência do analista em uma empresa específica e que o mercado reconhece a acurácia associada à experiência do analista, ou seja, a acurácia da previsão dos analistas de mercado depende da experiência na atividade de previsão. Os resultados também sugerem que a experiência em uma empresa específica é mais significativa em aumentar a acurácia do que a experiência em um setor ou do que a experiência geral do analista. Além disso, verificaram que a acurácia aumenta à medida que aumenta a quantidade de informação disponível sobre determinada empresa.

Clement (1999) investigou se a capacidade dos analistas, a complexidade do portfólio e os recursos explicam as diferenças sistemáticas na acurácia das previsões e verificou, no mercado americano, que a acurácia é positivamente associada à experiência (específica e geral) do analista⁷⁴ e ao tamanho da corretora⁷⁵ e negativamente associada ao número de empresas e setores acompanhados pelos analistas.⁷⁶ Ou seja, quanto mais anos de experiência

---

⁷⁴ Variável utilizada como *proxy* para capacidade e habilidade.

⁷⁵ Variável utilizada como *proxy* para recursos disponíveis.

⁷⁶ Variáveis utilizadas como *proxy* para complexidade das tarefas.

do analista, quanto menor o número de empresas e setores que acompanha e quanto maior a corretora para quem trabalha, mais acuradas são as previsões dos analistas.

Com base nas hipóteses investigadas por Mikhail *et al* (1997) e Clement (1999), Martinez (2004a; 2005) investigou, no mercado brasileiro, o efeito: (1) da experiência dos analistas; (2) da complexidade do portfólio; e (3) das características da corretora (tamanho, origem – nacional ou estrangeira e se está ou não associada a Banco de Investimento) na acurácia das previsões, conforme apresentado, no Quadro 7.

Quadro 7 – Hipóteses investigadas, por Martinez (2004a; 2005), no mercado brasileiro

Efeito	Argumentos	Hipótese	Resultados
Experiência do analista	Quanto mais: - Experiência na função; - Facilidade de acesso à direção das empresas; - Competição no mercado de trabalho.	Maior a acurácia na previsão.	No que se refere à experiência geral do analista, rejeita-se a hipótese (à medida que aumentam os anos de experiência na carreira, provavelmente, o analista assume outras atividades e a previsão fica em segundo plano). No que se refere à experiência específica do analista, aceita-se a hipótese (à medida que aumentam os anos de experiência numa companhia específica, as previsões tornam-se mais acuradas).
Complexidade do portfólio	Quanto maior: - O número de empresas cobertas pelo analista; - O número de setores acompanhados pelo analista.	Menor a acurácia na previsão.	Número de empresas e número de setores não são significativamente relevantes para explicar a acurácia dos analistas.
Características da corretora	Quanto maior: O tamanho da corretora para a qual o analista trabalha (mais recursos disponíveis).	Maior a acurácia na previsão.	Aceita-se a hipótese: corretoras maiores apresentam projeções mais acuradas.
	Corretora de origem nacional (maior conhecimento da realidade brasileira).	Maior a acurácia na previsão.	Resultados não conclusivos.
	Corretora associada a Banco de Investimento (tendência a emissão de previsões otimistas para facilitar a realização de negócios).	Menor a acurácia na previsão.	Resultados não conclusivos.

FONTE: Adaptado de MARTINEZ (2004a; 2005)

O modelo utilizado por Martinez (2004a; 2005) foi:

$$PMEPA_{i,j,t} = \beta_1 DGEXP_{i,t} + \beta_2 DCEXP_{i,j,t} + \beta_3 DNCOMP_{i,t} + \beta_4 DNSET_{i,t} + \beta_5 DBTAM_{i,t} + \beta_6 DBNAC_{i,t} + \beta_7 DBINV_{i,t} + \beta_8 DIDADE_{i,j,t} + \varepsilon_{i,j,t}$$

Em que:

$$PMEPA_{i,j,t} = \frac{DMEPA_{i,j,t}}{\overline{MEPA}_{j,t}}$$

$$DMEPA_{i,j,t} = MEPA_{i,j,t} - \overline{MEPA}_{j,t}$$

$MEPA_{i,j,t}$ = média dos erros de previsão absolutos para o analista i nas previsões da empresa j no ano t.

$\overline{MEPA}_{j,t}$ = média dos erros de previsão para a empresa j no ano t.

$GEXP_{i,t}$ = representa a experiência geral do analista, mensurada pelo logaritmo de um mais o número de anos até t para os quais o analista i proporcionou pelo menos uma previsão durante o ano t. Martinez (2004a; 2005), optou por “considerar a aprendizagem como côncava em relação à experiência, por entender que seja mais compatível com a realidade (curva de aprendizagem)”.

$CEXP_{i,j,t}$ = representa a experiência específica numa empresa, mensurada pelo logaritmo de um mais o número de anos até t para os quais o analista i proporcionou pelo menos uma previsão para a firma j durante o ano t.

$NCOMP_{i,t}$ = medida da complexidade do portfólio, representada pelo número de empresas para as quais o analista i proporcionou pelo menos uma previsão durante o ano t.

$NSET_{i,t}$ = medida da complexidade do portfólio, representada pelo número de setores para os quais o analista i proporcionou pelo menos uma previsão durante o ano t.

$BTAM_{i,t}$ = variável *dummy* igual a 1 se o analista i está empregado numa corretora grande⁷⁷, durante o ano t.

---

⁷⁷ Martinez (2005) utilizou como *proxy* para tamanho das corretoras o número de previsões lançadas por uma corretora, ou seja, considerou-se como grandes as corretoras cujo número de previsões estivesse no quartil superior (top 25%).

$BNAC_{i,t}$ = variável *dummy* igual a 1 se o analista i está empregado numa corretora de origem nacional, durante o ano t .

$BINV_{i,t}$ = variável *dummy* igual a 1 se o analista i está empregado numa corretora associada a um Banco de Investimentos, durante o ano t .

$IDADE_{i,j,t}$ = idade da previsão, mensurada pelo logaritmo de um mais o número de dias entre a previsão do analista i para a empresa j no ano t e a data do anúncio do resultado do ano t da empresa j .

Martinez (2004a; 2005) controlou os efeitos que uma empresa ou ano teria no resultado, estimando o modelo com todas as variáveis independentes ajustadas pela sua média equivalente nas observações para as empresas-ano e passaram a se diferenciar pela incorporação do termo D , no início da expressão. Mas, segundo Martinez (2004a, p. 111; 2005, p. 8), “as diferenças entre as firmas e anos podem ser captadas mediante a regressão de cada observação nas variáveis dependentes e em variáveis *dummies* que controlem os efeitos para cada firma e ano da observação”.

Além dos resultados encontrados por Martinez (2004a, 2005) e demonstrados no Quadro 7, vale ressaltar que dentre as variáveis utilizadas, no modelo, a variável de controle $IDADE$ foi a mais significativa, estatisticamente, verificando que “a idade da previsão, efetivamente, explica em grande parte a acurácia do analista” (respectivamente, p. 118; p. 12).

Outra variável, inserida no modelo por Martinez (2004a; 2005), foi a $LPMEPA_{i,j,t-1}$ ⁷⁸, com o objetivo de verificar se a acurácia presente pode ser explicada pela acurácia do passado. E os resultados indicaram que “o desempenho passado, em termos de acurácia, possui um poder explicativo da acurácia presente” (respectivamente, p. 120; p. 13), no entanto, “o benefício marginal desta sobre as variáveis de experiências e tamanho da corretora é muito pequeno” (respectivamente, p. 133; p. 14).

De um modo geral, Martinez (2004a, p. 201) recomenda que, ao se analisar as previsões individuais, devem ser observadas as variáveis: anos de experiência do analista, desempenho passado, tamanho da corretora, idade da previsão.

---

⁷⁸ $LPMEPA_{i,j,t-1}$ = média proporcional dos erros de previsão absolutos do analista i para a firma j no ano $t-1$.

2.3.4 Recomendação dos analistas

Os analistas do mercado de capitais são profissionais que possuem habilidades e conhecimentos específicos que os qualificam para executar, com eficiência, a escolha e o gerenciamento de investimentos (FRANCO, 2002; YU, 2005).

Esses profissionais, atentos ao que acontece no mercado, coletam e analisam informações, obrigatórias e voluntárias, divulgadas pelas empresas; consolidam essas informações; avaliam o desempenho das empresas; realizam previsões sobre os resultados futuros; e emitem suas recomendações (HEALY e PALEPU, 2001; MARTINEZ, 2004a; 2007a).

As recomendações, ao investidor, podem ser classificadas em cinco grupos: (1) recomendações de compra forte (*strong buy*) e (2) compra (*buy*), quando o modelo de avaliação de uma empresa apura um valor maior que o preço de mercado; (3) recomendações de manutenção (*hold*), quando o modelo de avaliação de uma empresa apura um valor equivalente ao preço de mercado; (4) recomendações de venda (*sell*); e (5) venda forte (*strong sell*), quando o modelo de avaliação de uma empresa apura um valor maior que o preço de mercado.

Martinez (2004a; 2007a) ressalta que o analista precisa conhecer a empresa analisada e suas estratégias; precisa conhecer o setor e as mudanças tecnológicas exigidas pelo mercado. O conhecimento prévio do negócio permite analisar as informações que são relevantes ou não nas previsões e projeções (resultado ou fluxo de caixa). Essas previsões é que permitem incorporar valores estimados num modelo de avaliação, base para as recomendações.

As recomendações expressam a opinião dos analistas, no que se refere às perspectivas de obtenção de retornos anormais pelas empresas analisadas, proporcionando, ao investidor a oportunidade de realizar retornos futuros, mas também, evitar perdas pela manutenção de um ativo depreciado (MARTINEZ, 2004a, p. 175; 2007a, p. 8). No entanto, Martinez (2004a; p. 180; 2007a, p.11) chama a atenção para o fato de que essas recomendações podem se tornar obsoletas de um dia para outro, pois dependem do comportamento das ações no mercado.

A expectativa dos investidores é que as recomendações dos analistas de mercado agreguem valor aos seus investimentos, produzindo retornos anormais. No entanto, essa é uma questão controversa na literatura internacional, pois existem pesquisas que já evidenciaram que as recomendações não produzem retornos anormais (COWLES 3rd, 1933; DESAI e JAN, 1995; JAFFE e MAHONEY, 1999) e existem aquelas que já evidenciaram o contrário, que em virtude de recomendações, foi obtido um excesso de retorno (WOMACK, 1996; DESAI *et al*, 2000; BARBER *et al*, 2001). Segundo Martinez (2004a, p. 61), “o grande desafio dos investidores é justamente identificar quais são esses analistas cujas recomendações possuem valor efetivo”. Além disso, deve-se considerar, na análise dos retornos anormais, os custos de transação, a fim de se obter um retorno anormal líquido (BARBER *et al*, 2001).

Vale ressaltar que as recomendações de consenso dos analistas de mercado podem deixar de apresentar as notícias ruins ou recomendações de vendas, ou seja, os analistas são relutantes em emitir recomendações de venda (BARBER *et al*, 2001). No entanto, quanto maior o número de analista que representam as expectativas do mercado, melhor é o indicador de desempenho futuro (MARTINEZ, 2004a, 180; 2007a, p. 11).

No mercado americano, Barber *et al* (2000) identificaram que as recomendações de compras das maiores corretoras⁷⁹ resultavam num retorno anormal maior que as recomendações das corretoras menores e, no que se refere às recomendações de venda, era exatamente o contrário: as corretoras menores tinham um desempenho melhor. Os autores justificam que este segundo resultado é surpreendente e sugere que as recomendações de venda das grandes corretoras são menos oportunas. Desai e Jan (1995), Womack (1996) e Barber *et al* (2006) verificaram que predominam as recomendações de compra (*buy*) sobre as recomendações de venda (*sell*), no entanto, as grandes corretoras, geralmente, possuem um percentual menor dessas recomendações de compra. Emitir recomendações de venda representa mais risco aos analistas, porque as recomendações de venda são mais visíveis e menos frequentes. Um julgamento incorreto em uma recomendação de venda pode afetar a reputação de um analista mais do que uma recomendação incorreta de compra, no entanto, se os custos de emitir uma recomendação de venda são maiores, a compensação do analista deve ser maior também (WOMACK, 1996, p. 165).

---

⁷⁹ Corretoras maiores têm mais recursos à disposição que corretoras menores (BARBER *et al*, 2000).

No mercado brasileiro, Martinez (2004a; 2007a), analisando o período de 1995 a 2003, verificou que as recomendações de compra representaram, em média, mais de 50% das recomendações, com tendência de crescimento, tanto na perspectiva de recomendações individuais, quanto na de consenso. No que se refere às recomendações de venda, observou-se uma queda (12%, em termos médios). Além disso, verificou que, “em termos médios, o desempenho das recomendações dos analistas é muito variável” (respectivamente, p. 177; p. 10) e que “o mercado brasileiro é muito mais sensível a revisões de recomendações para baixo, do que o é para as recomendações para cima” (respectivamente, p. 190; p.13).

Martinez (2004a) também investigou, no mercado brasileiro, o efeito: (1) do tamanho das corretoras; e (2) do tamanho das empresas analisadas, nas recomendações emitidas. As evidências do estudo estão apresentadas, no Quadro 8.

Quadro 8 – Características que podem influenciar as recomendações dos analistas

Efeito	Proxy	Hipótese	Evidências
Tamanho da Corretora	Número de recomendações emitidas pela corretora no ano	Quanto maior o tamanho da corretora, mais informativas as recomendações (maior o efeito nos preços).	Os resultados evidenciam que o tamanho deve ser levado em consideração, no entanto, nem tanto por uma capacidade de previsão superior, “mas, principalmente, por um aspecto de força mercadológica que as grandes corretoras dispõem” (p. 187).
Tamanho das Empresas Analisadas	Valor de mercado da empresa numa unidade monetária constante.	Quanto menor o tamanho das empresas analisadas, maior o efeito nos preços das recomendações de compra e venda.	No caso das recomendações de venda, as pequenas empresas possuem um desempenho superior às grandes empresas. “No que se refere às recomendações de compra, no momento inicial, os retornos das pequenas empresas são maiores, mas, à medida que se avança no tempo, essas recomendações parecem perder fôlego, resultando, num prazo de 120 dias, num rendimento inferior ao das recomendações de compra para grandes empresas” (p. 187).

FONTE: Adaptado de MARTINEZ (2004a)

2.3.5 Resumo das pesquisas brasileiras sobre analistas de mercado

Na revisão de literatura brasileira, sobre os analistas de mercado de capitais, destacam-se os trabalhos de Silva (1998), Franco (2002), Martinez (2004a; 2004b; 2005; 2007a; 2007b), Martinez e Salim (2004) e Boff *et al* (2006).

Silva (1998) analisou a capacidade previsionária dos analistas de investimento no mercado acionário brasileiro. A pesquisa comparou os erros de previsões dos analistas (coletadas na Gazeta Mercantil, no período de 1994 a 1996) com os erros das previsões calculadas por meio de um Modelo Ingênuo (que estima o lucro futuro a partir do lucro passado). De acordo com os resultados, verificou-se que a eficiência dos analistas é maior do que o Modelo Ingênuo, principalmente no curto e médio prazo.

Franco (2002) replicando, no mercado brasileiro, o trabalho de De Bondt e Thaler (1990), estudou os exageros dos analistas em previsões de lucros de empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores. O autor encontrou evidências de que, no mercado brasileiro, assim como no americano, existem exageros sistemáticos nas expectativas de lucros dos analistas e que este padrão se repete ano após ano.

Martinez (2004a) analisou, no período entre janeiro de 1995 e junho de 2003, os analistas de mercado de capitais de empresas brasileiras, utilizando dados do sistema I/B/E/S, além de realizar uma ampla pesquisa empírica das previsões e recomendações desses analistas. Desse trabalho, derivaram-se outros, apresentados a seguir.

Martinez e Salim (2004) analisaram, no período entre janeiro de 1995 e dezembro de 2002, as previsões de resultados contábeis dos analistas de empresas brasileiras. A pesquisa evidenciou que os analistas de empresas brasileiras foram otimistas, em termos médios, e apresentaram um desempenho fraco, no que se refere à precisão e acurácia de suas previsões. Além disso, observaram que a acurácia aumenta à medida que aumenta o número de analistas que participam do consenso e que quanto maior a empresa, melhor o desempenho dos analistas.

Martinez (2004b) analisou o conteúdo informativo do anúncio de resultados contábeis em relação às expectativas dos analistas, no período entre 1996 e 2003. Os resultados da pesquisa revelaram que o mercado brasileiro reage à surpresa nos resultados contábeis, antecipando as surpresas negativas. No que se refere às surpresas positivas, verificou-se que se inicia um ciclo de retornos anormais positivos e significativos após o anúncio dos resultados contábeis.

Martinez (2005) investigou os determinantes da acurácia das previsões individuais dos analistas de empresas brasileiras, no período entre 1997 e 2002. De acordo com os resultados, a acurácia dos analistas está correlacionada positivamente com a experiência adquirida com

análise específica de uma empresa e está negativamente correlacionada com os anos de experiência na função. Quanto maior for a corretora, na qual trabalha o analista, maior a acurácia da previsão e a acurácia passada explica, em parte, a acurácia corrente.

Boff *et al* (2006) mapearam o processo de uso da informação por 27 analistas de investimento. Os autores verificaram que não há um começo e um final definidos para o processo de análise; que as ações realizadas, para uma mesma finalidade, são diversificadas; que a necessidade de informações é diferente para cada analista; que a avaliação das informações pode gerar interpretações distintas; e que os resultados da análise, em termos de desempenho e decisão, são variados.

Martinez (2007a) analisou o valor das recomendações dos analistas do mercado de capitais das empresas brasileiras, no período entre 1995 e 2003. Os resultados evidenciaram que predominam as recomendações de compra. As recomendações individuais dos analistas têm um desempenho médio satisfatório, num período de 30 dias após a data da recomendação, no entanto, as recomendações de consenso não apresentam um desempenho adequado.

Martinez (2007b) investigou o otimismo das previsões dos analistas de mercados de capitais de empresas brasileiras, no período entre janeiro de 1995 e dezembro de 2002. A pesquisa constatou que os analistas de empresas brasileiras são otimistas, em média, e têm um desempenho ruim, em termos de precisão e acurácia. Os erros de previsão de um período se correlacionam com os erros do período subsequente e verificou que existe uma persistência do consenso dos analistas no erro.

2.3.6 Governança corporativa e analistas de mercado

Na revisão de literatura realizada, a respeito da associação entre governança corporativa e previsão dos analistas de mercado, destacam-se os trabalhos de Chiang e Chia (2005), Bhat *et al* (2006) e Byard *et al* (2006).

2.3.6.1 Chiang e Chia (2005)

Chiang e Chia (2005) investigaram em 225 empresas de alta tecnologia taiwanesas, durante o período de 2000 a 2002, se mais transparência corporativa conduz a previsões mais acuradas. Os autores adotaram o critério “Transparência e *Disclosure*” da *Standard & Poors*, que divide a transparência em três categorias: transparência da estrutura de propriedade e relações com investidores (HT); transparência financeira e *disclosure* da informação (FT); transparência do processo e estrutura do conselho de administração (*board*) e da gestão (MT).

Os autores utilizaram o modelo, apresentado a seguir:

$$EPSFB_{t+1} = \alpha_1 HT_t + \alpha_2 FT_t + \alpha_3 MT_t + \alpha_4 SIZE_t + \varepsilon_{i,t}$$

$EPSFB_{t+1}$ = valor absoluto da diferença entre lucro por ação previsto e lucro por ação real (corrente) dividido pelo lucro por ação real (corrente).

HT_t = total do *score* obtido na categoria transparência da estrutura de propriedade e relações com investidores.

FT_t = total do *score* obtido na categoria transparência financeira e *disclosure* da informação.

MT_t = total do *score* obtido na categoria transparência do processo e estrutura do conselho de administração (*board*) e da gestão.

$SIZE_t$ = tamanho da empresa. Variável de controle, medida pelo logaritmo do valor de mercado da empresa.

De acordo com o modelo, quanto menor for o EPSFB, maior a acurácia da previsão. Os resultados indicaram que existe um relacionamento negativo, mas não significativo entre a transparência corporativa (HT) e o viés da previsão (EPSFB). E a relação entre a transparência do processo e estrutura do conselho de administração e da gestão (MT) e o viés da previsão (EPSFB) foi positiva, mas, também, não foi significativa.

Além disso, os resultados revelaram que existe um relacionamento negativo e significativo entre a transparência financeira e *disclosure* da informação (FT) e o viés da previsão (EPSFB), que indicam que, quando a empresa evidencia mais informação sobre transparência financeira, o viés da previsão torna-se menor e, certamente, a acurácia será maior.

Segundo Chiang e Chia (2005), os resultados indicaram que a acurácia da previsão dos analistas está relacionada significativamente com a transparência corporativa e que uma maior transparência corporativa permite a produção de previsões mais acuradas. Os autores sugerem que as empresas possam melhorar a estrutura corporativa, a fim de melhorar o desempenho e para que os usuários externos, no processo de tomada de decisão, possam confiar na informação fornecida pela empresa.

Ademais, os autores verificaram que o grau total de transparência das empresas de alta tecnologia taiwanesas ainda era baixo e sugerem que as leis e regulamentações sobre evidenciação (*disclosure*) deveriam ser modificadas, a fim de se conseguir mais transparência corporativa.

2.3.6.2 Bhat *et al* (2006)

Bhat *et al* (2006) investigaram como as diferenças na transparência da governança corporativa⁸⁰ de 21 países afetam a acurácia da previsão dos analistas para as firmas destes países. Esses autores examinaram se os analistas de mercado utilizam os *disclosures* relacionados à governança corporativa na formulação das previsões de lucros e se a acurácia dessas previsões aumenta com tais *disclosures*.

Os autores isolaram dois fatores: a transparência da governança e a transparência financeira e investigaram se a governança impacta na acurácia das previsões de lucros mais ou menos que a informação financeira.

A transparência financeira permite aos participantes do mercado melhor acesso à *performance* futura das firmas, por meio do fornecimento de informação detalhada, que é útil na predição dos lucros futuros. A transparência da governança provê informação útil na avaliação da qualidade da informação financeira.

Bhat *et al* (2006) ressaltam que a governança corporativa está estreitamente relacionada com a integridade da informação financeira e que a qualidade dos demonstrativos financeiros está

---

⁸⁰ A transparência da governança corporativa foi mensurada a nível país (*country-level*) e baseada em Bushman *et al* (2004b).

associada com a acurácia da previsão dos analistas, no entanto, a associação entre *disclosures* de governança corporativa e previsões de analistas permanece inexplorada.

Os modelos utilizados pelos autores estão apresentados a seguir.

$$AFA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 * GOVTR_j + \alpha_2 * FINTR_j + \varepsilon_{i,t}$$

$AFA_{i,t}$ = medida da acurácia da previsão dos analistas (*firm level*).

A acurácia foi medida (*firm level*) como o negativo do valor absoluto da diferença entre a previsão consensual dos analistas (I/B/E/S), disponível no início do ano fiscal e o lucro real por ação para o ano, escalonado pelo preço da ação.⁸¹

$GOVTR_j$ = medida que captura a intensidade dos *disclosures* da governança da firma (*country level*).

$FINTR_j$ = medida que captura a intensidade dos *disclosures* financeiros da firma (*country level*).

$$AFA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 * GOVTR_j + \alpha_2 * FINTR_j + \alpha_3 * ENF_j + \alpha_4 * FIRMLEVELCONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ENF_j = proxy para o nível de *enforcement* legal no país.

$FIRMLEVELCONTROLS_{i,t}$ = variáveis de controle (*firm level*).

Bhat *et al* (2006) utilizaram como variáveis de controle: *log* do valor de mercado, desvio padrão dos lucros em 5 anos e *dummy* para representar empresas com prejuízos. Além de incluir variáveis *dummy* para controlar os efeitos fixos por tipo de indústria e ano.

$$AFA_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 * GOVTR_j + \gamma_2 * FINTR_j + \gamma_3 * ENF_j + \gamma_4 * FINTR * GOVTR_j + \gamma_5 * FINTR * ENF_j + \gamma_6 * GOVTR * ENF_j + \alpha_4 * FIRMLEVELCONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

---

⁸¹ Consistente com Lang e Lundholm, 1996.

De acordo com os resultados, a dimensão transparência da governança corporativa está, positivamente e significativamente, correlacionada com a acurácia da previsão dos analistas, controlada pela variável transparência financeira e outras variáveis.

Além disso, os resultados sugerem que a transparência da governança é mais importante na explicação da acurácia da previsão dos analistas quando o *disclosure* financeiro é baixo. Os resultados também sugerem que a significância da transparência da governança na acurácia da previsão dos analistas é alta quando o *enforcement* legal é fraco.

Ao testar a interação entre as variáveis FINTR*GOVTR, o sinal predito do coeficiente na equação de regressão foi negativo e significativo, o que insinua um possível efeito de substituição entre as duas variáveis individuais. O coeficiente negativo da interação entre as variáveis FINTR*GOVTR, junto com o efeito positivo da transparência da governança (GOVTR), sugere que embora a transparência da governança possa complementar a transparência financeira, adicionando credibilidade e reduzindo a incerteza, a transparência da governança pode também ser uma possível substituta para transparência financeira num ambiente de *disclosures* baixos.

Os autores sugerem que pesquisas futuras possam investigar como a informação que os analistas de mercado usam para gerar suas previsões varia de acordo com as práticas de governança corporativa.

2.3.6.3 Byard *et al* (2006)

Byard *et al* (2006) examinaram a associação entre governança corporativa e qualidade da informação disponível para os analistas financeiros. Segundo os autores, a qualidade da governança corporativa está associada a um aumento na qualidade total da informação possuída pelos analistas financeiros, considerados usuários fundamentais dos *disclosures* financeiros fornecidos pelas empresas.

Os autores testaram essa associação utilizando quatro medidas de qualidade da governança corporativa: a independência do conselho de administração (*board*), a independência do comitê de auditoria, o tamanho do conselho de administração (*board*) e a presença ou

ausência de CEO⁸² no conselho de administração (*board*). Como *proxy* para qualidade da informação disponível para os analistas os autores utilizaram a acurácia da previsão dos analistas. Além disso, utilizaram uma amostra de 2.887 previsões de analistas, representando 1.279 empresas distintas, entre o período de 1999 a 2002.

Byard *et al* (2006) levantaram a proposição de que alta qualidade da governança corporativa está associada com analistas financeiros tendo acesso a informações de melhor qualidade sobre lucros futuros, portanto, previsões de analista são mais acuradas para empresas melhor governadas.

A acurácia da previsão dos analistas foi mensurada como a diferença absoluta entre previsão consensual dos analistas (I/B/E/S), referente a nove (9) meses⁸³ antes da data do anúncio dos lucros, e os lucros anuais atuais reportados pelo I/B/E/S, escalonado pelo preço da ação no dia anterior à mensuração da previsão consensual dos analistas (I/B/E/S).

$$ACCURACY = (-1) \frac{|FCAST - ACTUAL|}{PRICE}$$

ACCURACY = é a medida da acurácia da previsão dos analistas

ACTUAL = lucro por ação anual real reportado pelo I/B/E/S.

FCAST = previsão média consensual dos analistas (nove meses antes do final do ano fiscal).

PRICE = preço de fechamento da ação (um dia antes da previsão consensual dos analistas).

Como *proxy* para qualidade da governança da empresa, os autores utilizaram as seguintes variáveis, baseadas nas características do conselho de administração (*board*):

DUAL_CEO = variável *dummy* igual a 1 se o CEO também é membro do conselho de administração (*board*).

BOARD_SIZE = número total de diretores no conselho de administração (*board*).

BOARD_IND% = percentual de diretores independentes no conselho de administração (*board*).

AUDIT_IND% = percentual de diretores independentes no comitê de auditoria.

---

⁸² *Chief Executive Officer*.

⁸³ Os autores também usaram horizontes de previsão alternativos (3, 6 e 12 meses).

Como variáveis de controle, os autores utilizaram dois grupos: estrutura de propriedade (*ownership structure*) e determinantes de acurácia da previsão dos analistas, além de incluir variáveis *dummy* para controlar os efeitos fixos por tipo de indústria e ano.

No primeiro grupo de variáveis de controle, denominado estrutura de propriedade, destacam-se:

BOARD_1% = variável *dummy* igual a 1 se o diretor também é um acionista da empresa com mais de 1% de ações.

MGT_OWN% = percentual de ações da empresa pertencentes ao CEO.

INST_OWN% = percentual de ações da empresa pertencentes a investidores institucionais.

No segundo grupo de variáveis de controle, denominado determinantes de acurácia da previsão dos analistas, destacam-se:

LN_SIZE = *log* natural do valor de mercado.⁸⁴

FOLLOW = número de analistas que fazem a cobertura da firma.⁸⁵

LOSS = variável *dummy* igual a 1 se o resultado da empresa foi prejuízo.⁸⁶

EPS_VOL = volatilidade dos lucros (desvio padrão do lucro por ação real reportado pelo I/B/E/S, referente ao período de cinco anos anteriores), escalada pelo preço da ação no início do ano fiscal.

DISP = desvio padrão das previsões de analistas, escalonado pelo preço da ação no início do ano fiscal.

As variáveis *EPS_VOL* e *DISP* foram utilizadas para representar a dificuldade de previsão dos lucros de algumas empresas.

HORIZ = horizonte de previsão, equivalente ao número de dias entre a data de previsão e a data do anúncio do lucro real.⁸⁷

O modelo utilizado por Byard *et al* (2006) está apresentado, a seguir.

---

⁸⁴ Consistente com Clement, 1999.

⁸⁵ Consistente com Bushman, 1989.

⁸⁶ Consistente com Abarbanell e Lehavy, 2003c.

⁸⁷ Consistente com Clement, 1999.

$$\begin{aligned}
ACCURACY = & \alpha_0 + \alpha_1 DUAL\_CEO + \alpha_2 BOARD\_SIZE + \alpha_3 AUDIT\_IND\% + \alpha_4 BOARD\_IND\% + \\
& + \alpha_5 BOARD\_1\% + \alpha_6 MGT\_OWN\% + \alpha_7 INST\_OWN\% + \alpha_8 LN\_SIZE + \alpha_9 FOLLOW + \\
& + \alpha_{10} LOSS + \alpha_{11} HORIZ + \alpha_{12} EPS\_VOL + \alpha_{13} DISP + \phi_t \sum_{i=2}^3 YR_t + \sum_{i=2}^{21} \tau_i IND_I + \varepsilon
\end{aligned}$$

Os resultados indicaram que a qualidade da informação dos analistas financeiros sobre os lucros futuros aumenta com a qualidade da governança corporativa. Os autores encontraram que os analistas acompanham empresas com melhor governança, pois, dessa maneira, possuem melhor informação sobre os lucros futuros dessas empresas.

Os autores encontraram que a acurácia da previsão dos analistas está positivamente e significativamente associada à independência do conselho de administração (*board*) e negativamente associada à presença do CEO no conselho de administração (*board*). Além disso, encontraram evidências de que conselhos de administração (*boards*) menores estão associados com aumento da acurácia da previsão dos analistas.

Entretanto, não encontraram evidências significativas de que um comitê de auditoria mais independente melhore a qualidade da informação dos analistas mais do que explicado pelo grau de independência do conselho de administração (*board*). Os autores ressaltam que a medida de independência dos conselhos de administração (*boards*) já captura a independência dos comitês de auditoria.

2.3.6.4 Resumo dos trabalhos que relacionam governança e previsão dos analistas

O Quadro 9 apresenta um resumo dos três trabalhos, que relacionam governança corporativa e acurácia da previsão dos analistas.

Quadro 9 – Trabalhos que relacionam governança corporativa e previsão dos analistas

Autores	Governança	Nível	Técnica	Variáveis de controle	Resultados
Chiang e Chia (2005)	Transparência da estrutura de propriedade e relações com investidores; transparência financeira e <i>disclosure</i> da informação; transparência do processo e estrutura do conselho de administração (<i>board</i>) e da gestão.	<i>Firm-level</i>	Dados em Paineis (OLS)	<i>Log</i> do valor de mercado.	A acurácia da previsão dos analistas está relacionada significativamente com a transparência corporativa.
Bhat <i>et al</i> (2006)	Transparência e <i>disclosure</i>	<i>Country-level</i>	Dados em Paineis (OLS e WLS)	Firm level: <i>log</i> do valor de mercado, desvio padrão dos lucros em 5 anos e <i>dummy</i> para representar empresas com prejuízos, além de incluir variáveis <i>dummy</i> para controlar os efeitos fixos por tipo de indústria e ano.	A transparência da governança corporativa está, positivamente e significativamente, correlacionada com a acurácia da previsão dos analistas.
Byard <i>et al</i> (2006)	Independência do conselho de administração (<i>board</i>), a independência do comitê de auditoria, o tamanho do conselho de administração (<i>board</i>) e a presença ou ausência de CEO no conselho de administração (<i>board</i>)	<i>Firm-level</i>	Dados em Paineis (OLS e WLS)	Estrutura de propriedade (<i>ownership structure</i>) e determinantes de acurácia da previsão dos analistas, além de incluir variáveis <i>dummy</i> para controlar os efeitos fixos por tipo de indústria e ano.	A qualidade da informação dos analistas financeiros sobre os lucros futuros aumenta com a qualidade da governança corporativa.

3 METODOLOGIA

3.1 Estratégias de pesquisa

Utilizou-se uma abordagem metodológica com características de pesquisa positiva, baseada em conceitos da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973). O positivismo clássico busca a “explicação de fenômenos a partir da identificação de suas relações”, além de considerar “imprescindível a existência de uma teoria para nortear as observações” (MARTINS e THEÓPHILO, 2007, p. 41).

Por meio de investigações empírico-analíticas, buscou-se analisar o relacionamento entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões dos analistas de investimento do mercado brasileiro. De acordo com Martins (2000, p. 26), as investigações empírico-analíticas:

São abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

Para condução desse estudo, foram utilizadas estratégias de pesquisa, tais como: pesquisa bibliográfica, pesquisa documental e análise de dados contábeis e de mercado. Para análise dos dados, foram utilizadas estatísticas descritivas e técnicas de análise multivariada. Esse tipo de análise, feita a partir do procedimento de coleta de dados e cuja relação entre as variáveis são delineadas após o acontecimento dos fatos, segundo Martins e Theóphilo (2007, p. 59), pode ser caracterizada como pesquisa *ex post facto*.

3.2 Descrição da amostra

Inicialmente, a amostra da pesquisa era composta por 157 empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo e que possuíam cobertura

regular dos analistas de mercado.⁸⁸ Foram consideradas tanto as instituições financeiras quanto as não-financeiras, a partir do universo das empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa, no período de 2000 a 2008, totalizando 2.926 observações. Vale ressaltar que:

A utilização apenas de companhias abertas com ações listadas em bolsa [...] pode ser defendida com base no argumento de que apenas nessas empresas ocorre real separação entre propriedade e controle, condição necessária para existência de problemas de governança corporativa. Ademais apenas as empresas abertas podem emitir títulos e valores mobiliários junto aos investidores, que são os principais prejudicados por eventuais problemas de governança corporativa. (SILVEIRA, 2004, p. 120).

Optou-se por investigar as empresas participantes do mercado de capitais brasileiro, considerando que as informações sobre as empresas, disponíveis aos analistas de mercado, dependem do ambiente institucional e do mercado de capitais, como por exemplo, estrutura legal/judicial, regulamentação contábil, estrutura acionária, prestígio e importância da profissão contábil, grau de influência da legislação tributária, fontes de financiamentos (LA PORTA *et al*, 1998, 1999, 2000a, 2000b; ALI e HWANG, 2000; BALL *et al*, 2000; BUSHMAN e SMITH, 2001; LOPES, 2001; BUSHMAN *et al*, 2004a; GILLAN, 2006). Além disso, o mercado de capitais brasileiro tem uma particularidade, no que se refere à segmentação de níveis de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da Bovespa).

Dessa forma, a qualidade da governança corporativa, apresentada pelas empresas listadas na Bovespa, representa uma opção, dentre os diversos mecanismos de governança existentes, que as diferencia entre si. Apesar da dificuldade que as empresas têm em otimizar, todo o tempo, suas estruturas de governança corporativa (LARCKER, *et al*, 2007), estas são, em parte, determinadas pelas características da empresa (BYARD *et al*, 2006).

No entanto, nas análises, foram consideradas, apenas, as empresas que possuíam, em todos os anos, dados completos para todas as variáveis estudadas. Além disso, foram adotadas medidas corretivas sobre os *outliers* observados na amostra.⁸⁹ Dessa forma, a amostra de trabalho foi

---

⁸⁸ Quando uma empresa possui cobertura regular dos analistas de mercado significa que os resultados dessa empresa são acompanhados e previstos regularmente pelos analistas.

⁸⁹ Foram considerados *outliers*, os valores que estavam além de três desvios padrão, para mais ou para menos, em relação à média da variável analisada.

composta por 105 empresas, totalizando 2.352 observações⁹⁰, conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 – Amostra de trabalho

	Amostra Inicial	Ausência de Dados ou Presença de <i>Outliers</i>	Amostra de Trabalho
Empresas	157	52	105
Observações	2.926	434	2.352

Nota: Em cada observação, considera-se a previsão do analista *i* para a empresa *j* no ano *t*.

A amostra de trabalho consiste num conjunto de dados em painel, pois apresenta esses dados em duas dimensões: dados em corte ou seção transversal (*cross-section*) e séries temporais (GUJARATI, 2006). De acordo com Fávero *et al* (2009), a técnica de dados em painel “tem por finalidade estudar a influência de variáveis explicativas sobre determinada variável dependente para um conjunto de observações e ao longo do tempo.

De acordo com Pindyck e Rubinfeld (2004), Gujarati (2006) e Fávero *et al* (2009), a utilização de dados em painel permite, dentre outras características:

- Aumentar, consideravelmente, o tamanho da amostra;
- Maior número de observações, aumentando os graus de liberdade e a eficiência dos parâmetros;
- Redução de problemas de multicolinearidade de variáveis explicativas;
- Dinâmica intertemporal, representada pelo mix entre as *cross-sections* e a série temporal;
- Dados mais informativos; e
- Estudar modelos comportamentais mais complexos.

Vale ressaltar que a amostra de trabalho pode ser considerada um painel não balanceado, pois possui números diferentes de observações de corte para cada ano. Na Tabela 2, apresenta-se a quantidade de observações, para cada ano, contidas na amostra de trabalho.

⁹⁰ Em cada observação, considera-se a previsão do analista *i* para a empresa *j* no ano *t*. Vale ressaltar que o número de analistas que acompanharam a empresa em cada ano é variável. Essas observações referem-se as previsões dos analistas de investimento (lucro por ação previsto), disponíveis e coletadas no banco de dados do Sistema Thomson ONE Analytics®, para cada uma das empresas da amostra, num determinado período.

Tabela 2 – Número de observações por ano contidas na amostra

Ano	Observações	%
2000	18	0,77
2001	64	2,72
2002	58	2,47
2003	204	8,67
2004	339	14,41
2005	294	12,50
2006	440	18,71
2007	494	21,00
2008	441	18,75
Total	2.352	100,00

Nota: Em cada observação, considera-se a previsão do analista i para a empresa j no ano t.

Na Tabela 3, apresenta-se a lista dos setores de atuação das empresas que compuseram a amostra de trabalho, conforme classificação feita no banco de dados do sistema Economática®.

Tabela 3 – Lista dos setores de atuação das empresas da amostra de trabalho

Identificação do setor	Setor Economática®	Empresas	%	Observações	%
1	Agro e Pesca	0	0,00	0	0,00
2	Alimentos e Bebidas	4	3,81	150	6,38
3	Comércio	6	5,71	158	6,72
4	Construção	8	7,62	69	2,93
5	Eletroeletrônicos	1	0,95	8	0,34
6	Energia Elétrica	14	13,33	419	17,81
7	Finanças e Seguros	8	7,62	210	8,93
8	Fundos	0	0,00	0	0,00
9	Máquinas Industriais	2	1,90	26	1,11
10	Mineração	1	0,95	45	1,91
11	Minerais não Metálicos	1	0,95	3	0,13
12	Outros	18	17,14	265	11,27
13	Papel e Celulose	4	3,81	157	6,68
14	Petróleo e Gás	2	1,90	56	2,38
15	Química	7	6,67	78	3,32
16	Siderurgia e Metalurgia	6	5,71	241	10,25
17	Software e Dados	3	2,86	33	1,40
18	Telecomunicações	8	7,62	266	11,31
19	Têxtil	4	3,81	28	1,19
20	Transporte e Serviços	5	4,76	99	4,21
21	Veículos e Peças	3	2,86	41	1,74
Total		105	100,00	2.352	100,00

Nota: Em cada observação, considera-se a previsão do analista i para a empresa j no ano t.

De acordo com a Tabela 3, pode-se observar que a amostra de trabalho não contém empresas dos setores de agro e pesca e fundos.

3.3 Definição das variáveis

3.3.1 Variáveis dependentes

1. Acurácia da Previsão do Consenso dos Analistas (APCA_N): medida derivada da metodologia utilizada por Martinez e Salim (2004) e Martinez (2004a; 2007b).

Primeiro, de acordo com Martinez e Salim (2004) e Martinez (2004a; 2007b), calculou-se a diferença entre o resultado real (lucro efetivo) e o resultado projetado (lucro estimado) pelos analistas, dividido pelo valor absoluto (módulo) do resultado efetivo do período. Assim como Martinez e Salim (2004, p. 6) e Martinez (2004a; 2007b), optou-se pela média e não pela mediana do consenso dos analistas, pois a média “reflete com mais precisão a magnitude das estimativas e não, apenas, o número destas”.

$$Err\ Pr\ ev = \frac{LPA_{real} - LPA_{prev}}{|LPA_{real}|}$$

Em que: LPA_{real} = lucro por ação efetivo do período; LPA_{prev} = lucro por ação apurado, a partir do consenso dos analistas (média) e $|LPA_{real}|$ = valor absoluto (módulo) do lucro por ação efetivo.

Em seguida, de acordo com Martinez e Salim (2004) e Martinez (2004a; 2007b), calculou-se a média dos erros de previsão (MEP), a fim de verificar a existência de um viés nas previsões e a média dos erros de previsão absolutos (MEPA), a fim de estimar a acurácia dessas previsões. Quanto mais distante de zero for o valor dessa variável, maior o montante de erros de previsão, ou seja, quanto maior o valor de MEPA, menor acurácia.

$$MEP = \left(\frac{1}{n} \right) \times \sum_{i=1}^n Err\ Pr\ ev$$

$$MEPA = \left(\frac{1}{n} \right) x \sum_{i=1}^n |Err\ Prev|$$

No entanto, com o intuito de facilitar a interpretação dos coeficientes das regressões, multiplicou-se o valor de MEPA por (-1), obtendo-se a variável APCA_N. Dessa forma, quanto mais próximo de zero for o valor dessa variável, menor o montante de erros de previsão, ou seja, quanto maior o valor de APCA_N, maior acurácia. Conforme apresentado, a seguir.

$$APCA\_N = (-1)MEPA$$

Multiplicando o valor de MEPA por (-1), tem-se uma medida que aumenta quando a acurácia de previsão é maior. Sendo assim, um atributo da empresa que está negativamente associado com a acurácia sinaliza previsões menos precisas e acuradas.

2. Acurácia da Previsão do Consenso dos Analistas (APCA_I): medida de acordo com a literatura internacional (DURU e REEB, 2002; LANG e LUNDHOLM, 1996; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006), como o negativo do valor absoluto dos erros de previsão dos analistas (diferença entre a previsão consensual dos analistas e o lucro por ação real), deflacionado pelo preço da ação.

$$ACURACIA_t = (-1) \frac{|LPAPREV_{i,t}^{t-1} - LPAREAL_{i,t}|}{P_{i,t-1}}$$

Em que: $LPAPREV_{i,t}^{t-1}$ = lucro por ação previsto pelo consenso dos analistas no tempo t-1 para a empresa i para o tempo t; $LPAREAL_{i,t}$ = lucro por ação efetivo da empresa i apurado no tempo t; e $P_{i,t-1}$ = preço da ação da empresa no tempo t-1.

3. Acurácia da Previsão Individual dos Analistas (APIA): medida derivada da metodologia utilizada por Clement (1999) e Martinez (2004a; 2005).

Primeiro, de acordo com Clement (1999) e Martinez (2004a; 2005), calculou-se o $DMEPA_{i,j,t}$, que representa a diferença entre a média dos erros de previsão absolutos para o analista i nas previsões da empresa j no ano t ($MEPA_{i,j,t}$) e a média dos erros de previsão para a empresa j no ano t ($\overline{MEPA_{j,t}}$).

$$DMEPA_{i,j,t} = MEPA_{i,j,t} - \overline{MEPA_{j,t}}$$

Em seguida, de acordo com Clement (1999) e Martinez (2004a; 2005), calculou-se a acurácia da previsão dos analistas ($PMEPA_{i,j,t}$), dividindo-se o $DMEPA_{i,j,t}$ pelo $\overline{MEPA_{j,t}}$.

$$PMEPA_{i,j,t} = \frac{DMEPA_{i,j,t}}{\overline{MEPA_{j,t}}}$$

No entanto, conforme os cálculos apresentados, o valor de PMEPA poderia ser positivo ou negativo. Com o intuito de facilitar a interpretação dos coeficientes das regressões, multiplicou-se o valor absoluto de PMEPA por (-1), obtendo-se a variável APIA. Dessa forma, quanto mais próximo de zero for o valor dessa variável, menor a divergência entre a média dos erros de previsão do analista i para a empresa j no período t e a média dos erros de previsão do consenso para a empresa j no período t , ou seja, quanto maior APIA, maior acurácia. Conforme apresentado, a seguir.

$$APIA_{i,j,t} = (-1) \left| PMEPA_{i,j,t} \right|$$

3.3.2 Variáveis independentes

1. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa (BCGI): como *proxy* para as práticas diferenciadas de governança corporativa, no Brasil, utilizou-se o *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI), índice brasileiro de governança corporativa, desenvolvido por Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008).

$BCGI_{i,t}$ = *score* no índice brasileiro de governança corporativa (BCGI) da empresa i no exercício social t .

2. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM): compreende um conjunto de 3 variáveis binárias (*dummies*), que representam os três níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, respectivamente). As variáveis assumem valor igual a 1 (um) quando a empresa participa de algum nível diferenciado da Bovespa e 0 (zero) quando não participa.
3. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa (BCGI_{disc}; BCGI_{board}; BCGI_{prop}; BCGI_{rights}): como *proxies* para as práticas diferenciadas de governança corporativa, no Brasil, foram utilizadas as quatro dimensões do *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI).⁹¹

BCGI_{disc}_{i,t} = *score* no componente *disclosure* do BCGI da empresa *i* no exercício social *t*.

BCGI_{board}_{i,t} = *score* no componente composição e funcionamento do conselho de administração (*board*) do BCGI da empresa *i* no exercício social *t*.

BCGI_{prop}_{i,t} = *score* no componente estrutura de propriedade e controle (*ownership structure and control*) do BCGI da empresa *i* no exercício social *t*.

BCGI_{rights}_{i,t} = *score* no componente direitos dos acionistas (*shareholders rights*) do BCGI da empresa *i* no exercício social *t*.

3.3.3 Variáveis de controle da acurácia da previsão consensual dos analistas

As variáveis de controle foram adicionadas aos modelos com o intuito de isolar o seu efeito sobre a variável dependente. Com base na revisão da literatura nacional e internacional, a respeito dos determinantes da acurácia da previsão (consensual) dos analistas de mercado, apresentam-se as variáveis de controle utilizadas nos modelos de acurácia da previsão consensual.

1. Idade da Previsão (IDADE): número de dias entre a data da previsão e a data do anúncio do resultado real. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior a idade

---

⁹¹ Índice brasileiro de governança corporativa, desenvolvido por Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008).

da previsão, menor a acurácia (SILVA, 1998; CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2005; BYARD *et al*, 2006).

2. Viés da Previsão (DOTIM): variável binária (*dummy*) que captura o viés da previsão. Essa variável assume valor igual a 1 (um) quando a previsão é otimista e 0 (zero) quando a previsão é pessimista (SILVA, 1998; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2007b).
3. Resultado (DRESULT): variável binária (*dummy*) que representa o resultado da empresa num determinado período (lucro ou prejuízo). Essa variável assume valor igual a 1 (um) quando o resultado real da empresa é prejuízo e 0 (zero) quando o resultado é lucro. De acordo com a literatura, há evidências de que se o resultado é prejuízo, a acurácia da previsão é menor (SILVA, 1998; ABARBANELL e LEHAVY, 2003a; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; BYARD *et al*, 2006; BHAT *et al*, 2006).
4. Volatilidade dos Resultados (DVPRESULT): desvio padrão dos resultados reais, ou seja, desvio padrão do lucro por ação do ano t mais os 4 (quatro) anos anteriores ao da observação, escalonado pelo preço da ação da empresa i no período t. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior a volatilidade dos resultados, menor é a acurácia (SILVA, 1998; BYARD *et al*, 2006; BHAT *et al*, 2006).
5. Cobertura dos Analistas (QANALIST): consiste na quantidade de analistas que acompanham a empresa i no período t. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior o número de analistas que acompanham uma determinada empresa, maior é a acurácia (CONROY e HARRIS, 1987; BROWN, 1997; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a).
6. Dispersão das Estimativas (DVPESTIMAT): medida de risco, calculada como desvio padrão das estimativas (previsões) para a empresa i no período t, escalonado pelo preço da ação da empresa i no período t. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior a dispersão das estimativas, menor a acurácia (CONROY e HARRIS, 1987; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; BYARD *et al*, 2006).

7. Tamanho (TAM): utilizou-se o logaritmo natural do valor de mercado da empresa como *proxy* para tamanho. Valor de mercado total da empresa, numa unidade monetária constante, apurado por meio da base de dados do Economática®, para 01/01 de cada ano, com 90 dias de tolerância. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior o tamanho da empresa analisada, maior a acurácia (BROWN, 1997; RICHARDSON *et al*, 1999; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; CHIANG e CHIA, 2005; BHAT *et al*, 2006).

$$TAM_{i,j} = \ln(VM_{i,j})$$

8. *Price-to-book* (PTB): relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa *i* no tempo *t*. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior o *price-to-book*, maior a acurácia (RICHARDSON *et al*, 1999; MARTINEZ, 2004a).

$$PTB_{i,j} = \frac{VM_{i,j}}{VP_{i,j}}$$

9. Ano (DANO): variável *dummy*⁹² para capturar as particularidades de cada ano. Representada por um conjunto de variáveis binárias (*dummies*), que assumem valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos. De acordo com a literatura (MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2007b; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006), as particularidades de cada ano influenciam na acurácia.
10. Setor de Atividade (DSETOR): Representado por um conjunto de variáveis binárias (*dummies*), que assumem valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores. De acordo com a literatura (SILVA, 1998; MARTINEZ, 2004a, BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006).

---

⁹² O objetivo de incluir variáveis *dummy* para cada ano da amostra é isolar quaisquer efeitos macroeconômicos que afetaram o conjunto das empresas no período estudado (SILVEIRA, 2004).

No Quadro 10, apresenta-se um resumo das variáveis de controle que, de acordo com a literatura, podem ter influência na acurácia da previsão do consenso dos analistas de investimento de mercado.

Quadro 10 – Variáveis de controle da acurácia da previsão do consenso dos analistas de mercado

Variável de Controle	Fatores que influenciam na acurácia	Especificações	Expectativas	Evidências
IDADE	Idade da previsão	Número de dias entre a data da previsão e a data do anúncio do resultado real	Quanto maior, menor a acurácia	Silva (1998); Clement (1999); Martinez (2004a); Martinez (2005); Byard <i>et al</i> (2006).
DOTIM	Comportamento enviesado e otimista	<i>Dummy</i> - previsão otimista 1	Se otimista, maior a acurácia	Silva (1998); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Martinez (2007b).
DRESULT	Resultado (lucro ou prejuízo)	<i>Dummy</i> - prejuízo 1	Se prejuízo, menor a acurácia	Silva (1998); Abarbanell e Lehavy (2003a); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Byard <i>et al</i> (2006); Bhat <i>et al</i> (2006).
DVPRESULT	Volatilidade dos resultados	Desvio padrão dos resultados atuais (5 anos anteriores) escalonado pelo preço da ação no início do ano fiscal	Quanto maior, menor a acurácia	Silva (1998); Byard <i>et al</i> (2006); Bhat <i>et al</i> (2006).
QANALIST	Cobertura pelos analistas	Número de analistas que acompanham a empresa	Quanto maior, maior a acurácia	Conroy e Harris (1987); Brown (1997); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a).
DVPESTIMAT	Dispersão das estimativas	Desvio padrão das estimativas escalonado pelo preço da ação no início do ano fiscal (medida de risco)	Quanto maior, menor a acurácia	Conroy e Harris (1987); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Byard <i>et al</i> (2006).
TAM	Tamanho da empresa analisada	log (valor de mercado) - valor de mercado numa unidade monetária constante	Quanto maior, maior a acurácia	Brown (1997); Richardson <i>et al</i> (1999); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Chiang e Chia (2005); Bhat <i>et al</i> (2006).
PTB	Valor de mercado/Valor patrimonial	<i>Price-to-book</i>	Quanto maior, maior a acurácia	Richardson <i>et al</i> (1999); Martinez (2004a).
DANO	Particularidades de cada ano	<i>Dummy</i> ⁹³	-	Martinez (2004a); Martinez (2007b); Bhat <i>et al</i> (2006); Byard <i>et al</i> (2006).
DSETOR	Setor de atividade	<i>Dummy</i>	-	Silva (1998); Martinez (2004a); Bhat <i>et al</i> (2006); Byard <i>et al</i> (2006)

⁹³ O objetivo de incluir variáveis *dummy* para cada ano da amostra é isolar quaisquer efeitos macroeconômicos que afetaram o conjunto das empresas no período estudado (SILVEIRA, 2004).

3.3.4 Variáveis de controle da acurácia da previsão individual dos analistas

Com base na revisão da literatura nacional e internacional, a respeito dos determinantes da acurácia da previsão (individual) dos analistas de mercado, apresentam-se as variáveis de controle utilizadas nos modelos de acurácia da previsão individual.

1. Idade da Previsão (IDADE): número de dias entre a data da previsão e a data do anúncio do resultado real. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior a idade da previsão, menor a acurácia (CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2005; BYARD *et al*, 2006).
2. Experiência Específica do Analista (EXPANAL): representa a experiência específica do analista *j* na empresa *i*. Medida pelo número de anos (na amostra) que o analista *j* acompanha a empresa *i*. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior a experiência específica do analista, maior a acurácia da previsão (MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2005; BOFF *et al*, 2006).
3. Tamanho da Corretora (TAMCOR): representado pelo número de previsões lançadas em um determinado período *t* pela corretora *j*. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior a corretora, maior a acurácia da previsão (MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2005; BOFF *et al*, 2006).
4. Ano (DANO): variável *dummy* para capturar as particularidades de cada ano. Representada por um conjunto de variáveis binárias (*dummies*), que assumem valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos. De acordo com a literatura (MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2007b; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006), as particularidades de cada ano influenciam na acurácia.
5. Setor de Atividade (DSETOR): Representado por um conjunto de variáveis binárias (*dummies*), que assumem valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores. De acordo com a literatura (SILVA, 1998; MARTINEZ, 2004a, BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006).

No Quadro 11, apresenta-se um resumo das variáveis de controle que, de acordo com a literatura, podem ter influência na acurácia da previsão individual dos analistas de investimento do mercado.

Quadro 11 – Variáveis de controle das previsões individuais dos analistas de mercado

Variável de Controle	Fatores que influenciam na acurácia individual	Especificações	Expectativas	Evidências
IDADE	Idade da previsão	Número de dias entre a data da previsão e a data do anúncio do resultado real	Quanto maior, menor a acurácia	Clement (1999); Martinez (2004a); Martinez (2005).
EXPANAL	Experiência do analista numa empresa específica	Número de anos que o analista acompanha uma empresa específica	Quanto maior, maior a acurácia	Martinez (2004a); Martinez (2005) ; Boff <i>et al</i> (2006).
TAMCOR	Tamanho da corretora	Número de previsões lançadas no ano	Quanto maior, maior a acurácia	Martinez (2004a); Martinez (2005) ; Boff <i>et al</i> (2006).
DANO	Particularidades de cada ano	<i>Dummy</i>	-	Martinez (2004a); Martinez (2007b); Bhat <i>et al</i> (2006); Byard <i>et al</i> (2006).
DSETOR	Sector de atividade	<i>Dummy</i>	-	Silva (1998); Martinez (2004a), Bhat <i>et al</i> (2006); Byard <i>et al</i> (2006)

3.4 Base de dados

Os dados e as informações utilizados na pesquisa foram coletados, a partir das fontes, tais como: Banco de Dados do Sistema *Thomson ONE Analytics®*, Banco de Dados do Sistema *Econômica®*, site da Bolsa de Valores de São Paulo e *Brazilian Corporate Governance Index* (LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008), conforme mostrado no Quadro 12.

Quadro 12 – Fontes dos dados utilizados na pesquisa

Dados	Fontes
Previsões dos analistas de empresas brasileiras de capital aberto	Banco de dados do sistema <i>Thomson ONE Analytics</i> ®
Econômico-Financeiros e de Mercado das empresas brasileiras de capital aberto	Banco de dados do sistema Economática®.
Práticas diferenciadas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto (1)	BCGI – <i>Brazilian Corporate Governance Index</i> (LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008)
Práticas diferenciadas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto (2)	Site da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa (www.bovespa.com.br)

3.4.1 Thomson ONE Analytics®

A *Thomson ONE Analytics*® é uma base de dados financeiros de empresas, de notícias do mercado acionário, de eventos e outros dados. A base permite o *download* de demonstrativos financeiros; de relatórios de analistas; de dados a respeito de direitos de propriedade e controle acionário; de alguns registros da empresa; dentre outras informações.⁹⁴

A base de dados do sistema *Thomson ONE Analytics*® ainda permite a pesquisa de dados de recomendações de analistas, previsões de lucros e outras estimativas; permite a criação de um portfólio, usando várias ferramentas de seleção; permite a análise dos fundamentos da empresa, de agregados da indústria, de informações de nível macro, para países ao redor do mundo.

A *Thomson ONE Analytics*® fornece ferramentas para determinar o desempenho de uma empresa *versus benchmarks* de mercado e da indústria. Além disso, é possível verificar as estimativas como elas são reportadas e como essas estimativas mudam, ao longo do tempo.

3.4.2 Economática®

A base de dados do sistema Economática® inclui informações sobre todas as empresas listadas em bolsa do Brasil (Bovespa). A base de dados constitui-se de histórico de vários

⁹⁴ O acesso à base de dados da *Thomson* está disponível na biblioteca da FEA/USP, por meio do *website* <http://www.thomsononeanalytics.com>, mediante o uso de senha.

anos de: demonstrativos financeiros, cotações diárias das ações, proventos (dividendos), nome e participação dos principais acionistas. Os dados podem ser apresentados em várias moedas ou ajustados por vários índices de inflação. Estão disponíveis também séries históricas de indicadores macroeconômicos (inflação, câmbio, juros, etc).

3.4.3 Brazilian Corporate Governance Index (BCGI)

Como uma das *proxies* para as práticas diferenciadas de governança corporativa, no Brasil, utilizou-se o *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI).⁹⁵ Dentre os índices brasileiros de governança corporativa elaborados, optou-se pela utilização do *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI), em função da viabilidade de acesso aos dados atualizados e possibilidade da obtenção de resultados mais robustos, mas principalmente, por combinar quatro dimensões da governança corporativa⁹⁶: *disclosure*, estrutura de propriedade e controle (*ownership structure and control*), composição e função do conselho de administração (*board composition and functioning*) e direitos dos acionistas (*shareholders rights*), no período de 1998 a 2006. A utilização da combinação de quatro dimensões da governança corporativa é uma tentativa de evitar os problemas destacados por Larcker *et al* (2007).

O *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI) é um *score*, construído a partir de um questionário⁹⁷, composto de 15 questões e aplicado a todas as empresas listadas na Bovespa nos anos 1998, 2000, 2002 e 2004. As questões foram elaboradas a fim de avaliar as quatro dimensões da governança corporativa, citadas anteriormente (*disclosure*, estrutura de propriedade e controle, composição e funcionamento do conselho de administração e direitos dos acionistas). As questões são binárias (0 ou 1), atribuindo-se 1 para as respostas que indicavam boa governança (por exemplo: (1) a empresa publica seus demonstrativos financeiros na data requerida, então, atribui-se nota 1; (2) a empresa não publica seus demonstrativos financeiros de acordo com os padrões internacionais, então, atribui-se nota 0. O *score* do BCGI foi obtido por meio de uma média simples das quatro dimensões analisadas. Todos os componentes do BCGI têm o mesmo peso.

⁹⁵ Índice brasileiro de governança corporativa, desenvolvido por Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008).

⁹⁶ Em consonância com as recomendações da CVM sobre governança corporativa (2002): transparência, estrutura acionária, grupos de controle, estrutura e responsabilidade do conselho de administração, proteção a acionistas minoritários, auditoria e demonstrações financeiras.

⁹⁷ Ver ANEXO 3 e ANEXO 4.

Os dados do BCGI foram coletados a partir de fontes públicas de informação, tais como: CVM, Bovespa e *web sites* das empresas e não exigia o envolvimento de pessoas ligadas à empresa. De acordo com Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008), as questões estão relacionadas às boas práticas de governança corporativa recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e pelo Banco Mundial.

O componente *disclosure* do BCGI está relacionado à transparência dos demonstrativos financeiros, que reduz a assimetria da informação entre administradores e acionistas e conduz a resultados mais informativos. O segundo componente do BCGI – composição e função do conselho de administração (*board*) – é utilizado como *proxy* para o nível de independência e efetividade do conselho de administração e seu bom funcionamento, pois os conselhos de administração são mecanismos eficazes para reduzir os conflitos entre administradores e acionistas e para evitar a manipulação dos resultados. O terceiro componente do BCGI – estrutura de propriedade e controle (*ownership structure and control*) – é utilizado como *proxy* para o nível de dispersão da propriedade (separação entre direito de voto e direito ao fluxo de caixa), pois os acionistas controladores têm os incentivos para manipular os resultados e expropriar acionistas minoritários. O quarto componente do BCGI – direitos dos acionistas (*shareholders rights*) – foi utilizado como medida do nível de proteção que a empresa dá aos seus acionistas minoritários, como uma ação discricionária, não exigida por lei (LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008).

Inicialmente, o *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI) foi calculado para todas as empresas de capital aberto, listadas na Bovespa, para os anos de 1998, 2000, 2002 e 2004. O ano de 2006 foi incorporado ao banco de dados e disponibilizado pelos autores⁹⁸ para realização desta pesquisa. Vale ressaltar que, na coleta de dados, foram utilizados os mesmos índices de governança (BCGI) para os períodos t e $t+1$, conforme apresentado no Quadro 13.

---

⁹⁸ Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008).

Quadro 13 – Relação ano *versus* índice da amostra

Ano	Índice
2000	BCGI_2000
2001	BCGI_2000
2002	BCGI_2002
2003	BCGI_2002
2004	BCGI_2004
2005	BCGI_2004
2006	BCGI_2006
2007	BCGI_2006
2008	BCGI_2006

Ou seja, o BCGI apurado para o ano de 2000 foi utilizado como *proxy* do BCGI de 2001, propiciando uma expansão no período da amostra. Vale ressaltar que o BCGI de 2006 foi utilizado como *proxy* do BCGI de 2007 e 2008 (t, t+1 e t+2).

3.4.3.1 Validade e justificativa da utilização do BCGI

O BCGI foi escolhido como *proxy* para práticas diferenciadas de governança corporativa, por se tratar de um índice que retrata quantitativamente a informação a respeito das escolhas de governança corporativa das empresas brasileiras. Além disso, o BCGI: (1) é baseado em dimensões da governança corporativa verificáveis objetivamente, obtidas de fontes públicas de informação e não em respostas subjetivas; (2) cobre todas as empresas brasileiras listadas na Bovespa; e (3) é aplicado sistematicamente durante os anos, fornecendo um grupo de dados em painel (LOPES, 2008, p. 87).

De acordo com Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008), o nível de governança corporativa brasileiro, de um modo geral, é muito baixo, quando comparado aos regimes de governança anglo-saxões, no entanto, há uma variação significativa no *score* do BCGI das empresas.

Essa variação é determinada por incentivos⁹⁹ que as empresas têm para adotar as melhores práticas de governança corporativa (HOLTHAUSEN, 2003; LOPES, 2008, p. 56; LOPES e

⁹⁹ Empresas com oportunidades de investimento, que possuem necessidade de financiamento externo, têm fortes incentivos para fornecer demonstrativos contábeis informativos. Esses incentivos estão alinhados com o proposto na teoria da sinalização de Spence (1973).

WALKER, 2008, p. 16) e se destacar num país com as características do Brasil: tradição legal no código romano (*code law*); influência dos órgãos reguladores no estabelecimento de regras contábeis; modelo contábil continental; ambiente contábil e institucional fracos; sistema judiciário lento e ineficiente; alta participação do estado na economia; baixo *enforcement* legal; alta concentração acionária; sistema financeiro orientado para o crédito; fraca proteção ao acionista; forte relação entre a contabilidade tributária e financeira; estrutura de governança fraca, em geral; mas, com grandes oportunidades de investimento para as empresas brasileiras.

Este cenário forneceu subsídios para que Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008) investigassem se as empresas em tais situações hostis podem se diferenciar para conseguir governança superior e relatórios contábeis mais informativos no mesmo nível, geralmente, encontrado em mercados desenvolvidos. Nesta tese, porém, pretende-se investigar se as empresas em tais situações são capazes de proporcionar maior acurácia à previsão dos analistas de mercado.

O BCGI é um índice abrangente, que contempla quatro dimensões da governança corporativa: *disclosure*, estrutura de propriedade e controle, composição e funcionamento do conselho de administração e direitos dos acionistas. Este índice reflete os atributos no nível da firma que devem ser considerados a favor das boas práticas de governança e das ações propostas pelo IBGC, CVM, Bovespa e Banco Mundial.

Os resultados obtidos por Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008) evidenciaram que o BCGI afeta o valor das empresas brasileiras (mensurado pelo *price-to-book*) e é negativamente relacionado com o custo de capital de terceiros, mas não está relacionado à *performance* futura das empresas (lucro operacional). Estes resultados sugerem que o impacto dos arranjos de governança corporativa (mensurados pelo BCGI) no valor das empresas se dá, principalmente, por meio da redução do custo de capital de terceiros dessas empresas e não aumenta seu desempenho operacional. Lopes (2008, p. 62) afirma que este resultado é consistente com a noção de que os arranjos de governança corporativa são destinados a reduzir os riscos de *moral hazard*¹⁰⁰ e não para melhorar a *performance* das empresas.

---

¹⁰⁰ *Moral hazard* refere-se à ocorrência de comportamentos oportunistas após a realização de um contrato, decorrente da falta de alinhamento de interesses e das dificuldades de observar os níveis de esforço dos agentes econômicos (MILGRON e ROBERTS, 1992) ou da falta de incentivos no contrato (VARIAN, 2003).

Além disso, o BCGI é relacionado positivamente com oportunidades do crescimento, tamanho das empresas, *price-to-book* (PTB) e com a emissão de ADRs (*cross-listing*), descritos na literatura, como fatores determinantes de governança corporativa (KLAPPER e LOVE, 2002; DURNEV e KIM, 2004; SILVEIRA 2004; DOIDGE *et al*, 2006).

3.4.4 Níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa

Os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa: Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), também foram utilizados como *proxies* para as práticas diferenciadas de governança corporativa, no Brasil. A relação de empresas e as datas de adesão aos segmentos especiais de listagem foram coletados no site da Bolsa de Valores de São Paulo (www.bovespa.com.br).

O detalhamento dos compromissos adicionais à legislação brasileira, que as empresas firmam com seus *stakeholders*, ao aderir a cada um dos segmentos da Bovespa, pode ser encontrado na seção 2.2.2.3.

3.4.4.1 Validade e justificativa da utilização dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa

A segmentação especial de listagem é uma realidade no mercado brasileiro e os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (Nível, 1, Nível 2 e Novo Mercado) são dados públicos e acessíveis a qualquer usuário, inclusive, aos analistas de investimento do mercado. Além disso, os níveis da Bovespa já foram utilizados como *proxies* para práticas diferenciadas de governança em outras pesquisas realizadas no mercado brasileiro (ALENCAR, 2005; TERRA e LIMA, 2006; ANTUNES e MENDONÇA, 2008; SARLO NETO, 2009).

Por esse motivo, o objetivo da utilização desses níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa é verificar se os resultados se comportam de maneira diferente, mediante o uso de duas diferentes *proxies* para práticas diferenciadas de governança corporativa.

3.5 Modelos

O objetivo principal da pesquisa é investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões (consensual e individual) dos analistas de mercado. Para atingir o objetivo principal e verificação das hipóteses elaboradas, foram utilizadas as três abordagens para os modelos de regressão com uso de dados em painel: (1) *Pooled independent cross-sections* (ou *POLS* – *pooled ordinary least squares*); (2) Efeitos Fixos; e (3) Efeitos Aleatórios.

Os modelos apresentados nessa seção são modelos baseados numa relação linear entre as variáveis. O relacionamento entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões dos analistas de mercado pode ser expresso por:

$$ACURÁCIA = f(\text{práticas diferenciadas de governança corporativa, variáveis de controle})$$

Os modelos gerais (1 e 2) utilizados para verificar e analisar esse relacionamento são apresentados, a seguir:

$$ACURACIA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PGOV_{i,t} + \sum_j^K \varpi_j VC_{i,t}^j + e_{i,t} \quad (\text{Modelo Geral 1})$$

Em que:

$ACURACIA_{i,t}$ = acurácia da previsão do consenso dos analistas para a empresa i no período t.

Essa variável será representada por APCA_N (de acordo com a literatura nacional) e por APCA_I (de acordo com a literatura internacional).

$PGOV_{i,t}$ = variável independente que representa a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pela empresa i no período t. Essa variável será representada por

BCGI, pelo conjunto de *dummies* (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM) e pelas dimensões do BCGI (BCGI_{disc}; BCGI_{board}; BCGI_{prop}; BCGI_{rights}).

$VC_{i,t}^j$ = variáveis de controle j, de um total de k variáveis, para a empresa i no período t. Essas variáveis estão apresentadas no Quadro 10.

$e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa i no período t.

$$ACURACIA_{j,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PGOV_{i,t} + \sum_j^K \varpi_j VC_{i,t}^j + e_{i,t} \text{ (Modelo Geral 2)}$$

Em que:

$ACURACIA_{j,i,t}$ = acurácia da previsão individual do analista j para a empresa i no período t.

Essa variável será representada por APIA (de acordo com a literatura nacional e internacional).

$PGOV_{i,t}$ = variável independente que representa a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pela empresa i no período t. Essa variável será representada por BCGI, pelo conjunto de *dummies* (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM) e pelas dimensões do BCGI (BCGI_{disc}; BCGI_{board}; BCGI_{prop}; BCGI_{rights}).

$VC_{i,t}^j$ = variáveis de controle j, de um total de k variáveis, para a empresa i no período t. Essas variáveis estão apresentadas no Quadro 11.

$e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa i no período t.

Os modelos apresentados são fundamentados na Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973) e partem do pressuposto que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa por empresas brasileiras representa um sinal (de proteção aos investidores; qualidade, integridade e credibilidade informacional; maior valor de mercado das ações; maior controle e monitoramento das ações dos gestores; menor volatilidade das ações; menor custo de capital e de captação, melhor desempenho operacional; pagamento de mais dividendos; menor incerteza acerca dos resultados futuros; acesso a mercados estrangeiros) no mercado e

influencia a acurácia da previsão (consensual e individual) dos analistas. Uma abordagem semelhante foi adotada por Chiang e Chia (2005); Bhat *et al* (2006) e Byard *et al* (2006).

Nos modelos gerais (1 e 2), o coeficiente α_1 representa a relação entre adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões dos analistas. Se o valor estimado para o parâmetro for positivo e estatisticamente significativo será uma indicação de que as variáveis que representam a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa proporcionam um aumento na acurácia das previsões (do consenso e individuais) dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Entretanto, caso o valor estimado para o parâmetro seja negativo e estatisticamente significativo, será uma indicação de redução da acurácia.

As variáveis de controle foram adicionadas aos modelos, a fim de isolar os efeitos das mesmas sobre a relação entre a variável dependente ($ACURACIA_{i,t}$ ou $ACURACIA_{j,i,t}$) e a variável independente ($PGOV_{i,t}$).

Considerando que os modelos gerais (1 e 2) podem apresentar heterocedasticidade, eles foram estimados utilizando-se o método de regressão robusta¹⁰¹, por meio da inserção da matriz de White, “que procura detectar e corrigir situações de heterocedasticidade dos termos de perturbação (FÁVERO *et al*, 2009, p. 393).

A presença de heterocedasticidade, segundo Wooldridge (2006, p. 243), não provoca viés ou inconsistência nos coeficientes da regressão, nem nas medidas do poder explicativo da regressão, revelando problemas apenas na estatística t. De acordo com Gujarati (2006, p. 335), a heterocedasticidade faz com que os estimadores deixem de ser eficientes, mesmo em grandes amostras.

Os modelos gerais (1 e 2) são estimados, inicialmente, pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e configurados de acordo com a abordagem *pooled* (POLS). Entretanto, no modelo *pooled*, o intercepto e o coeficiente angular das variáveis independentes são os mesmos para todas as observações ao longo do tempo, ou seja, a natureza de cada unidade do

---

¹⁰¹ A fim de corrigir problemas de presença de heterocedasticidade, Wooldridge (2006) sugere o uso de uma estatística t robusta.

corte transversal (*cross-section*) não é levada em consideração. A abordagem *pooled* não considera os fatores não observáveis que podem influenciar a relação entre a adoção de práticas diferenciadas de governança e a acurácia das previsões dos analistas.

Caso existam efeitos não observáveis a serem considerados, as abordagens de efeitos fixos e efeitos aleatórios são mais apropriadas, de forma que os modelos gerais (1 e 2) devem ser alterados, havendo uma decomposição do termo de erro $e_{i,t}$ em $a_i + \xi_{i,t}$, conforme demonstrado, a seguir:

$$ACURACIA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PGOV_{i,t} + \sum_j^K \varpi_j VC_{i,t}^j + a_i + \xi_{i,t} \quad (\text{Modelo Geral 1.1})$$

$$ACURACIA_{j,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PGOV_{i,t} + \sum_j^K \varpi_j VC_{i,t}^j + a_i + \xi_{i,t} \quad (\text{Modelo Geral 2.1})$$

Nos modelos gerais alterados (1.1 e 2.1), o termo de erro $e_{i,t}$ é dividido em dois outros termos, a_i e $\xi_{i,t}$. Em que: a_i representa os efeitos específicos não observáveis para a empresa i ; $\xi_{i,t}$ representa o termo de erro do modelo.

Pela abordagem dos efeitos fixos, os interceptos das *cross-sections* variam, entretanto, os coeficientes angulares são constantes entre elas, ou seja, os efeitos temporais não influenciam na regressão, apenas os individuais. Esses efeitos individuais podem ser observáveis ou não e estão, normalmente, correlacionados com os regressores, ou seja, existe correlação entre os efeitos não observáveis e as variáveis. Pela abordagem dos efeitos aleatórios (modelo de componente dos erros), não há correlação alguma entre os efeitos não observáveis e as variáveis, sendo adequado a situações em que o intercepto de cada *cross-section* não é correlacionado com os regressores (GUJARATI, 2006; FÁVERO *et al*, 2009).

Para definição do modelo de dados em painel mais apropriado para ser utilizado, foram aplicados os testes de Breusch-Pagan, de Hausman e de Chow, de acordo com as especificações de cada teste:

1. O teste de LM de Breusch-Pagan:¹⁰²

- H_0 : a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais (efeitos não observáveis) é igual a zero (*pooled*).
- H_1 : a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais (efeitos não observáveis) é diferente de zero (efeitos aleatórios).
- A aceitação da hipótese nula (H_0) indica a adequação da abordagem *pooled*.
- A rejeição da hipótese nula (H_0) indica que a abordagem pelos efeitos aleatórios é a mais adequada.
- Havendo rejeição da hipótese nula, há a necessidade de aplicar o teste de Hausman para escolher entre os efeitos fixos e aleatórios.

2. O teste de Hausman:¹⁰³

- H_0 : a correlação entre os efeitos não observados e as variáveis é nula (efeitos aleatórios).
- H_1 : existe correlação entre os efeitos não observados e as variáveis (efeitos fixos).
- A aceitação da hipótese nula (H_0) indica a adequação da abordagem pelos efeitos aleatórios.
- A rejeição da hipótese nula (H_0) indica que a abordagem pelos efeitos fixos é a mais adequada.

¹⁰² O teste de Breusch-Pagan “avalia a adequação do modelo dos efeitos aleatórios com base na análise dos resíduos do modelo estimado por mínimos quadrados ordinários (POLS), sob a hipótese nula de que a variância dos resíduos seja igual a zero” (FÁVERO et al, 2009, p. 383). A estatística do teste Breusch-Pagan apresenta uma distribuição Qui-quadrado com 1 grau de liberdade e pode ser calculada da seguinte forma:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{e' DD' e}{e' e} - 1 \right]^2 \sim \chi^2$$

Em que: $e'e$ representa a soma dos quadrados dos resíduos da equação em *pooling*; DD' a matriz de variáveis *dummies*; NT representa a quantidade da amostra estudada pelos anos estudados; e T é a quantidade de anos.

¹⁰³ O teste de Hausman “oferece ao pesquisador uma possibilidade de decidir entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios” (FÁVERO et al, 2009, p. 384). A estatística do teste de Hausman apresenta uma distribuição Qui-quadrado com um número de grau de liberdade e pode ser calculada da seguinte forma:

$$W = \frac{(bi - \beta i)^2}{[Var(bi) - Var(\beta i)]} \sim \chi^2$$

Em que: bi é o estimador da i -ésima variável por efeitos fixos; βi é o estimador da i -ésima variável por efeitos aleatórios; $Var(bi)$ é a estatística do coeficiente do efeito fixo; e $Var(\beta i)$ é a estatística do coeficiente do efeito aleatório.

- Caso $\chi^2 < 0$, o modelo não atende os pressupostos do teste de Hausman (distribuição χ^2 assintótica). Dessa forma, a abordagem pelos efeitos fixos é a mais apropriada.
- Para confirmação da adequação da abordagem pelos efeitos fixos, aplica-se o teste de Chow.

3. O teste de Chow:¹⁰⁴

- H_0 : os interceptos são iguais para todas as *cross-sections* (*pooled*).
- H_1 : os interceptos são diferentes para todas as *cross-sections* (efeitos fixos).
- A aceitação da hipótese nula indica a adequação da abordagem *pooled*.
- A rejeição da hipótese nula indica que a abordagem mais adequada é a de efeitos fixos.

3.5.1 Modelo APCA_N (1)

No modelo APCA_N (1), a acurácia da previsão do consenso dos analistas é mensurada de acordo com a literatura nacional (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; 2007b) e representada pela variável APCA_N e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é representada pelo *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI). Desenvolvido, a partir do modelo geral (1), este modelo pode ser representado pela seguinte equação:

$$APCA\_N_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{i,t} + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

---

¹⁰⁴ “Representa um teste F que pode ser utilizado para determinar se os parâmetros de duas funções de regressão múltipla diferem entre si” (FÁVERO, et al, 2009, p. 383). A estatística resultante do teste de Chow é a estatística F com graus de liberdade $(k, N1 + N2 - 2.k)$, em que: $N1$ e $N2$ representam o número de observações em cada um dos grupos, respectivamente. Para os modelos de dados em painel, a estatística do teste de Chow é apresentada, a seguir:

$$F = \frac{(R_{EF}^2 - R_{EC}^2) / N - 1}{(1 - R_{EF}^2) / N.T - N - k}$$

Em que: R_{EF}^2 refere-se ao R^2 ajustado do efeito fixo; R_{EC}^2 é o R^2 ajustado do *pooled*; N é o tamanho da amostra estudada, T é o número de períodos; k representa o número de parâmetros do modelo.

$APCA\_N_{it}$ = acurácia da previsão de consenso dos analistas da empresa i no período t.

$BCGI_{it}$ = *score* no índice brasileiro de governança corporativa (BCGI) da empresa i no exercício social t.

VC_{it}^j = variáveis de controle j, de um total de k variáveis, para a empresa i no período t. Essas variáveis estão apresentadas no Quadro 10.

da_{it} = DANO, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos.

ds_{it} = DSETOR, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores.

$e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa i no período t.

Considerando as abordagens pelos efeitos fixos ou pelos efeitos aleatórios, o modelo apresentará a seguinte especificação:

$$APCA\_N_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{i,t} + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + a_i + \xi_{i,t}$$

Em que: a_i representa os efeitos específicos não observáveis para a empresa i; $\xi_{i,t}$ representa o termo de erro do modelo.

3.5.2 Modelo APCA_N (2)

No modelo APCA_N (2), a acurácia da previsão do consenso dos analistas é mensurada de acordo com a literatura nacional (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; 2007b) e representada pela variável APCA_N e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é representada pelo conjunto de *dummies* (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM). Desenvolvido, a partir do modelo geral (1), este modelo pode ser representado pela seguinte equação:

$$APCA\_N_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DBOV\_N1_{i,t} + \alpha_2 DBOV\_N2_{i,t} + \alpha_3 DBOV\_NM_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

$APCA\_N_{it}$ = acurácia da previsão de consenso dos analistas da empresa i no período t.

$DBOV\_N1_{it}$ = variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do nível 1 da Bovespa e 0 (zero) quando não participa.

$DBOV\_N2_{it}$ = variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do nível 2 da Bovespa e 0 (zero) quando não participa.

$DBOV\_NM_{it}$ = variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do novo mercado da Bovespa e 0 (zero) quando não participa.

VC_{it}^j = variáveis de controle j, de um total de k variáveis, para a empresa i no período t. Essas variáveis estão apresentadas no Quadro 10.

da_{it} = DANO, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos.

ds_{it} = DSETOR, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores.

$e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa i no período t.

Considerando as abordagens pelos efeitos fixos ou pelos efeitos aleatórios, o modelo apresentará a seguinte especificação:

$$APCA\_N_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DBOV\_N1_{i,t} + \alpha_2 DBOV\_N2_{i,t} + \alpha_3 DBOV\_NM_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + a_i + \xi_{i,t}$$

Em que: a_i representa os efeitos específicos não observáveis para a empresa i; $\xi_{i,t}$ representa o termo de erro do modelo.

3.5.3 Modelo APCA_N (3)

No modelo APCA_N (3), a acurácia da previsão do consenso dos analistas é mensurada de acordo com a literatura nacional (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; 2007b) e representada pela variável APCA_N e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é representada por cada uma das dimensões do *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI_{disc}; BCGI_{board}; BCGI_{prop}; BCGI_{rights}). Desenvolvido, a partir do modelo geral (1), este modelo pode ser representado pela seguinte equação:

$$APCA\_N_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{disc_{i,t}} + \alpha_2 BCGI_{board_{i,t}} + \alpha_3 BCGI_{prop_{i,t}} + \alpha_4 BCGI_{rights_{i,t}} + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

$APCA\_N_{it}$ = acurácia da previsão de consenso dos analistas da empresa *i* no período *t*.

$BCGI_{disc_{i,t}}$ = *score* no componente *disclosure* do BCGI da empresa *i* no exercício social *t*.

$BCGI_{board_{i,t}}$ = *score* no componente composição e funcionamento do conselho de administração (*board*) do BCGI da empresa *i* no exercício social *t*.

$BCGI_{prop_{i,t}}$ = *score* no componente estrutura de propriedade e controle (*ownership structure and control*) do BCGI da empresa *i* no exercício social *t*.

$BCGI_{rights_{i,t}}$ = *score* no componente direitos dos acionistas (*shareholders rights*) do BCGI da empresa *i* no exercício social *t*.

VC_{it}^j = variáveis de controle *j*, de um total de *k* variáveis, para a empresa *i* no período *t*. Essas variáveis estão apresentadas no Quadro 10.

da_{it} = DANO, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos.

ds_{it} = DSETOR, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores.

$e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa *i* no período *t*.

Considerando as abordagens pelos efeitos fixos ou pelos efeitos aleatórios, o modelo apresentará a seguinte especificação:

$$APCA\_N_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{disc_{i,t}} + \alpha_2 BCGI_{board_{i,t}} + \alpha_3 BCGI_{prop_{i,t}} + \alpha_4 BCGI_{rights_{i,t}} + \\ + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + a_i + \xi_{i,t}$$

Em que: a_i representa os efeitos específicos não observáveis para a empresa i ; $\xi_{i,t}$ representa o termo de erro do modelo.

3.5.4 Modelo APCA_I (1)

No modelo APCA_I (1), a acurácia da previsão do consenso dos analistas é mensurada de acordo com a literatura internacional (DURU e REEB, 2002; LANG e LUNDHOLM, 1996; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006) e representada pela variável APCA_I e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é representada pelo *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI). Desenvolvido, a partir do modelo geral (1), este modelo pode ser representado pela seguinte equação:

$$APCA\_I_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{i,t} + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

$APCA\_I_{it}$ = acurácia da previsão de consenso dos analistas da empresa i no período t .

$BCGI_{it}$ = *score* no índice brasileiro de governança corporativa (BCGI) da empresa i no exercício social t .

VC_{it}^j = variáveis de controle j , de um total de k variáveis, para a empresa i no período t . Essas variáveis estão apresentadas no Quadro 10.

da_{it} = DANO, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos.

ds_{it} = DSETOR, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores.

$e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa i no período t.

Considerando as abordagens pelos efeitos fixos ou pelos efeitos aleatórios, o modelo apresentará a seguinte especificação:

$$APCA\_I_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{i,t} + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + a_i + \xi_{i,t}$$

Em que: a_i representa os efeitos específicos não observáveis para a empresa i; $\xi_{i,t}$ representa o termo de erro do modelo.

3.5.5 Modelo APCA_I (2)

No modelo APCA_I (2), a acurácia da previsão do consenso dos analistas é mensurada de acordo com a literatura internacional (DURU e REEB, 2002; LANG e LUNDHOLM, 1996; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006) e representada pela variável APCA_I e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é representada pelo conjunto de *dummies* (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM). Desenvolvido, a partir do modelo geral (1), este modelo pode ser representado pela seguinte equação:

$$APCA\_I_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DBOV\_N1_{i,t} + \alpha_2 DBOV\_N2_{i,t} + \alpha_3 DBOV\_NM_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

$APCA\_I_{it}$ = acurácia da previsão de consenso dos analistas da empresa i no período t.

$DBOV\_N1_{it}$ = variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do nível 1 da Bovespa e 0 (zero) quando não participa.

$DBOV\_N2_{it}$ = variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa *i* no período *t* participa do nível 2 da Bovespa e 0 (zero) quando não participa.

$DBOV\_NM_{it}$ = variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa *i* no período *t* participa do novo mercado da Bovespa e 0 (zero) quando não participa.

VC_{it}^j = variáveis de controle *j*, de um total de *k* variáveis, para a empresa *i* no período *t*. Essas variáveis estão apresentadas no Quadro 10.

da_{it} = DANO, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos.

ds_{it} = DSETOR, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores.

$e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa *i* no período *t*.

Considerando as abordagens pelos efeitos fixos ou pelos efeitos aleatórios, o modelo apresentará a seguinte especificação:

$$\begin{aligned} APCA\_I_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 DBOV\_N1_{i,t} + \alpha_2 DBOV\_N2_{i,t} + \alpha_3 DBOV\_NM_{i,t} + \\ & + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + a_i + \xi_{i,t} \end{aligned}$$

Em que: a_i representa os efeitos específicos não observáveis para a empresa *i*; $\xi_{i,t}$ representa o termo de erro do modelo.

3.5.6 Modelo APCA_I (3)

No modelo APCA_I (3), a acurácia da previsão do consenso dos analistas é mensurada de acordo com a literatura internacional (DURU e REEB, 2002; LANG e LUNDHOLM, 1996; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006) e representada pela variável APCA_I e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é representada por cada uma das dimensões do *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI_{disc}; BCGI_{board}; BCGI_{prop}; BCGI_{rights}). Desenvolvido, a partir do modelo geral (1), este modelo pode ser representado pela seguinte equação:

$$APCA\_I_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGIdisc_{i,t} + \alpha_2 BCGIboard_{i,t} + \alpha_3 BCGIprop_{i,t} + \alpha_4 BCGIrights_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

$APCA\_I_{it}$ = acurácia da previsão de consenso dos analistas da empresa i no período t .

$BCGIdisc_{i,t}$ = *score* no componente *disclosure* do BCGI da empresa i no exercício social t .

$BCGIboard_{i,t}$ = *score* no componente composição e funcionamento do conselho de administração (*board*) do BCGI da empresa i no exercício social t .

$BCGIprop_{i,t}$ = *score* no componente estrutura de propriedade e controle (*ownership structure and control*) do BCGI da empresa i no exercício social t .

$BCGIrights_{i,t}$ = *score* no componente direitos dos acionistas (*shareholders rights*) do BCGI da empresa i no exercício social t .

VC_{it}^j = variáveis de controle j , de um total de k variáveis, para a empresa i no período t . Essas variáveis estão apresentadas no Quadro 10.

da_{it} = DANO, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos.

ds_{it} = DSETOR, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores.

$e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa i no período t .

Considerando as abordagens pelos efeitos fixos ou pelos efeitos aleatórios, o modelo apresentará a seguinte especificação:

$$APCA\_I_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGIdisc_{i,t} + \alpha_2 BCGIboard_{i,t} + \alpha_3 BCGIprop_{i,t} + \alpha_4 BCGIrights_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + a_i + \xi_{i,t}$$

Em que: a_i representa os efeitos específicos não observáveis para a empresa i ; $\xi_{i,t}$ representa o termo de erro do modelo.

3.5.7 Modelo APIA (1)

No modelo APIA (1), a acurácia da previsão individual dos analistas é mensurada de acordo com a literatura nacional e internacional (CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2005) e representada pela variável APIA e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é representada pelo *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI). Desenvolvido, a partir do modelo geral (2), este modelo pode ser representado pela seguinte equação:

$$APIA_{j,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{i,t} + \sum_{j=1}^3 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

$APIA_{j,i,t}$ = acurácia da previsão individual do analista j para a empresa i no período t .

$BCGI_{i,t}$ = *score* no índice brasileiro de governança corporativa (BCGI) da empresa i no exercício social t .

$VC_{i,t}^j$ = variáveis de controle j , de um total de k variáveis, para a empresa i no período t . Essas variáveis estão apresentadas no Quadro 11.

$da_{i,t}$ = DANO, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos.

$ds_{i,t}$ = DSETOR, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores.

$e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa i no período t .

Considerando as abordagens pelos efeitos fixos ou pelos efeitos aleatórios, o modelo apresentará a seguinte especificação:

$$APIA_{j,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{i,t} + \sum_{j=1}^3 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + a_i + \xi_{i,t}$$

Em que: a_i representa os efeitos específicos não observáveis para a empresa i ; $\xi_{i,t}$ representa o termo de erro do modelo.

3.5.8 Modelo APIA (2)

No modelo APIA (2), a acurácia da previsão individual dos analistas é mensurada de acordo com a literatura nacional e internacional (CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2005) e representada pela variável APIA e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é representada pelo conjunto de *dummies* (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM). Desenvolvido, a partir do modelo geral (2), este modelo pode ser representado pela seguinte equação:

$$APIA_{j,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DBOV\_N1_{i,t} + \alpha_2 DBOV\_N2_{i,t} + \alpha_3 DBOV\_NM_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^3 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

$APIA_{i,t}$ = acurácia da previsão individual do analista j para a empresa i no período t .

$DBOV\_N1_{i,t}$ = variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do nível 1 da Bovespa e 0 (zero) quando não participa.

$DBOV\_N2_{i,t}$ = variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do nível 2 da Bovespa e 0 (zero) quando não participa.

$DBOV\_NM_{i,t}$ = variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do novo mercado da Bovespa e 0 (zero) quando não participa.

$VC_{i,t}^j$ = variáveis de controle j , de um total de k variáveis, para a empresa i no período t . Essas variáveis estão apresentadas no Quadro 11.

$da_{i,t}$ = DANO, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos.

$ds_{i,t}$ = DSETOR, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores.

$e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa i no período t .

Considerando as abordagens pelos efeitos fixos ou pelos efeitos aleatórios, o modelo apresentará a seguinte especificação:

$$APIA_{j,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DBOV\_N1_{i,t} + \alpha_2 DBOV\_N2_{i,t} + \alpha_3 DBOV\_NM_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^3 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + a_i + \xi_{i,t}$$

Em que: a_i representa os efeitos específicos não observáveis para a empresa i ; $\xi_{i,t}$ representa o termo de erro do modelo.

3.5.9 Modelo APIA (3)

No modelo APIA (3), a acurácia da previsão individual dos analistas é mensurada de acordo com a literatura nacional e internacional (CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2005) e representada pela variável APIA e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é representada por cada uma das dimensões do *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI_{disc}; BCGI_{board}; BCGI_{prop}; BCGI_{rights}). Desenvolvido, a partir do modelo geral (2), este modelo pode ser representado pela seguinte equação:

$$APIA_{j,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{disc_{i,t}} + \alpha_2 BCGI_{board_{i,t}} + \alpha_3 BCGI_{prop_{i,t}} + \alpha_4 BCGI_{rights_{i,t}} + \\ + \sum_{j=1}^3 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que:

$APIA_{i,t}$ = acurácia da previsão individual do analista j para a empresa i no período t .

$BCGI_{disc_{i,t}}$ = *score* no componente *disclosure* do BCGI da empresa i no exercício social t .

$BCGIboard_{i,t}$ = *score* no componente composição e funcionamento do conselho de administração (*board*) do BCGI da empresa i no exercício social t .

$BCGIprop_{i,t}$ = *score* no componente estrutura de propriedade e controle (*ownership structure and control*) do BCGI da empresa i no exercício social t .

$BCGIrights_{i,t}$ = *score* no componente direitos dos acionistas (*shareholders rights*) do BCGI da empresa i no exercício social t .

$VC_{i,t}^j$ = variáveis de controle j , de um total de k variáveis, para a empresa i no período t . Essas variáveis estão apresentadas no Quadro 11.

$da_{i,t}$ = DANO, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos.

$ds_{i,t}$ = DSETOR, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores.

$e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa i no período t .

Considerando as abordagens pelos efeitos fixos ou pelos efeitos aleatórios, o modelo apresentará a seguinte especificação:

$$APIA_{j,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGIdisc_{i,t} + \alpha_2 BCGIboard_{i,t} + \alpha_3 BCGIprop_{i,t} + \alpha_4 BCGIrights_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^3 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + a_i + \xi_{i,t}$$

Em que: a_i representa os efeitos específicos não observáveis para a empresa i ; $\xi_{i,t}$ representa o termo de erro do modelo.

3.6 Resultados esperados

Considerando a plataforma teórica desenvolvida sobre como a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pode ser considerada um elemento sinalizador da estrutura informacional das empresas, ao mercado de capitais brasileiro, e as evidências encontradas nos trabalhos de Chiang e Chia (2005), Bhat *et al* (2006) e Byard *et al* (2006),

espera-se que seja possível avaliar a eficácia da adoção dessas práticas na acurácia das previsões feitas pelos analistas de investimento do mercado brasileiro.

De acordo com as hipóteses de pesquisa, relacionadas à adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e acurácia da previsão dos analistas de mercado, e sua associação com os modelos adotados, os resultados esperados por hipótese e por modelo são apresentados no Quadro 14.

Quadro 14 – Resultados esperados por hipótese e por modelo

Hipóteses	Modelo	Variável	Coefficiente
Ha	APCA_N (1)	BCGI	(+)
Ha	APCA_N (2)	DBOV_N1	(+)
		DBOV_N2	(+)
		DBOV_NM	(+)
Ha	APCA_N (3)	BCGI _{disc}	(+)
		BCGI _{board}	(+)
		BCGI _{prop}	(+)
		BCGI _{rights}	(+)
Ha	APCA_I (1)	BCGI	(+)
Ha	APCA_I (2)	DBOV_N1	(+)
		DBOV_N2	(+)
		DBOV_NM	(+)
Ha	APCA_I (3)	BCGI _{disc}	(+)
		BCGI _{board}	(+)
		BCGI _{prop}	(+)
		BCGI _{rights}	(+)
Hb	APIA (1)	BCGI	(+)
Hb	APIA (2)	DBOV_N1	(+)
		DBOV_N2	(+)
		DBOV_NM	(+)
Hb	APIA (3)	BCGI _{disc}	(+)
		BCGI _{board}	(+)
		BCGI _{prop}	(+)
		BCGI _{rights}	(+)

Nota: Para (-), espera-se um coeficiente com sinal negativo e significativo; para (+), espera-se um coeficiente com sinal positivo e significativo.

Pelos resultados listados no Quadro 14, é possível esperar que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa tenha uma influência positiva na acurácia da previsão (do consenso e individual) dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Espera-se que o coeficiente α_1 da variável BCGI, nos modelos APCA_N (1), APCA_I (1) e APIA (1), seja positivo e estatisticamente significativo. Também se espera que os coeficientes α_1 , α_2 e α_3 das variáveis DBOV_N1, DBOV_N2 e DBOV_NM, nos modelos APCA_N (2), APCA_I (2) e APIA (2), sejam positivos e estatisticamente significativos. Assim como se

espera que os coeficientes α_1 , α_2 , α_3 e α_4 das variáveis BCGIdisc; BCGIboard; BCGIprop; BCGIrights, sejam positivos e estatisticamente significantes.

4 RESULTADOS E ANÁLISES

O objetivo geral deste estudo foi investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Para tanto, neste capítulo, encontram-se a estatística descritiva das variáveis, a correlação existente entre elas, a apresentação e análise dos resultados obtidos em cada um dos modelos utilizados bem como os testes das hipóteses.

4.1 Estatística descritiva e correlação entre as variáveis

De acordo com os procedimentos descritos na metodologia e a partir dos dados coletados de suas respectivas fontes, na Tabela 4, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nos modelos de acurácia das previsões (do consenso e individuais) dos analistas de mercado.

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
APCA_N	-0,35	0,43	-4,46	-0,02
APCA_I	-4,90	15,11	-226,10	0,00
APIA	-0,61	0,54	-5,58	0,00
BCGI	0,50	0,14	0,00	0,87
BCGIBOARD	0,59	0,21	0,00	1,00
BCGIDISC	0,77	0,25	0,00	1,00
BCGIPROP	0,37	0,22	0,00	0,75
BCGIRIGHTS	0,26	0,30	0,00	1,00
DBOV_N1	-	-	0,00	1,00
DBOV_N2	-	-	0,00	1,00
DBOV_NM	-	-	0,00	1,00
IDADE	89,64	70,12	0,00	440,00
DOTIM	-	-	0,00	1,00
DRESULT	-	-	0,00	1,00
DVPRESULT	13,37	33,83	0,00	286,59
QANALIST	7,09	2,65	2,00	14,00
DVPESTIMAT	5,57	17,57	0,00	252,19
TAM	22,61	1,25	18,93	26,74
PTB	3,06	3,73	-11,35	40,27
EXPANAL	3,67	1,81	1,00	9,00
TAMCOR	45,69	26,57	1,00	103,00

Pelos dados apresentados na Tabela 4, observa-se, por meio das medidas de acurácia (APCA_N, APCA_I e APIA), um distanciamento entre os valores previstos pelos analistas e os valores realizados pelas empresas. Em relação ao nível de governança corporativa, observa-se que ainda existem empresas, no Brasil, que não adotam práticas diferenciadas de governança (BCGI) e nem pertencem a um dos segmentos diferenciados de governança da Bovespa (DBOV_N1, DBOV_N2, DBOV_NM), além disso, as médias dos *scores* dos componentes do BCGI – direito dos acionistas (BCGIRIGHTS) e estrutura de propriedade e controle (BCGIPROP) – são as mais baixas, comparadas às médias dos outros componentes, confirmando que o mercado brasileiro é caracterizado por um ambiente de fraca proteção ao investidor, principalmente, em virtude da concentração acionária e carência de proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

Na Tabela 5, por meio dos coeficientes de correlação de Pearson, pode-se observar o grau de associação entre as variáveis dos modelos de acurácia das previsões do consenso de analistas. Esses valores representam uma referência preliminar das relações existentes entre as variáveis utilizadas na pesquisa da influência da adoção de práticas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões do consenso de analistas.

Pelos valores apresentados, na Tabela 5, observa-se que as variáveis BCGI, BCGIrights, DBOV_N2 possuem correlações negativas e significantes com a variável APCA_N. No entanto, as variáveis BCGI, BCGIboard, BCGIdisc, BCGIprop, BCGIrights, DBOV_N2 e DBOV_NM possuem correlações positivas e significantes com a variável APCA_I.

As variáveis BCGIboard e DBOV_N1 possuem correlações negativas e não significantes com a variável APCA_N. As variáveis BCGIdisc, BCGIprop, e DBOV_NM possuem correlações positivas, mas não significantes com APCA_N. A variável DBOV_N1 possui correlação positiva e não significativa com a variável APCA_I.

Verifica-se que a cobertura dos analistas (QANALIST) e o *disclosure* das empresas (BCGIdisc) são positivamente correlacionados. Portanto, há evidências de que, no Brasil, os analistas procuram acompanhar as empresas que oferecem melhor ambiente informacional, corroborando com os achados de Lang e Lundholm (1996), no mercado americano.

Tabela 5 – Correlação entre as variáveis

	APCA_N	APCA_I	BCGI	BCGIboard	BCGI disc	BCGIprop	BCGIrights	DBOV_N1	DBOV_N2	DBOV_NM	IDADE	DOTIM	DRESULT	DVPRESULT	QANALIST	DVPESTIMAT	TAM	PTB
APCA_N	1,0000																	
APCA_I	0,1578*	1,0000																
BCGI	-0,0379***	0,1849*	1,0000															
BCGIboard	-0,0149	0,0388***	0,6310*	1,0000														
BCGI disc	0,0277	0,0498**	0,5108*	0,2417*	1,0000													
BCGIprop	0,0015	0,1568*	0,4960*	-0,0855*	0,0462**	1,0000												
BCGIrights	-0,0916*	0,1751*	0,6051*	0,1392*	-0,0012	0,1977*	1,0000											
DBOV_N1	-0,0172	0,0089	-0,1022*	0,0556*	0,1570*	-0,0620*	-0,3607*	1,0000										
DBOV_N2	-0,1637*	0,0604*	0,2230*	0,0847*	-0,0753*	-0,0030	0,4649*	-0,1996*	1,0000									
DBOV_NM	0,0182	0,1464*	0,3083*	0,0566*	-0,0726*	0,1372*	0,5493*	-0,4215*	-0,1593*	1,0000								
IDADE	-0,0608*	-0,0336	-0,0486**	-0,0268	-0,0554*	-0,0372***	0,0038	-0,0247	0,0606*	0,0087	1,0000							
DOTIM	-0,2162*	0,0101	0,0870*	0,1191*	0,0287	-0,0342***	0,0664*	0,0084	0,0223	0,0763*	0,0217	1,0000						
DRESULT	-0,4310*	-0,0635*	0,0636*	0,0109	0,0110	0,0505**	0,0714*	0,0260	0,1121*	-0,0442**	0,0590*	0,1843*	1,0000					
DVPRESULT	0,0129	-0,5209*	-0,2479*	-0,0793*	-0,0525**	-0,1973*	-0,2275*	-0,0942*	-0,0463**	-0,1886*	0,0288	-0,0420**	-0,0607*	1,0000				
QANALIST	0,0857*	0,0655*	-0,1407*	-0,2118*	0,0742*	0,0454**	-0,1744*	0,0478**	-0,1620*	-0,1173*	-0,0341***	-0,1070*	-0,0883*	0,0240	1,0000			
DVPESTIMAT	-0,0227	-0,8169*	-0,1601*	-0,0404***	-0,0241	-0,1347*	-0,1604*	-0,0699*	-0,0495**	-0,1505*	0,0358***	0,0062	-0,0012	0,6941*	-0,0451**	1,0000		
TAM	0,0762*	0,1364*	0,0648*	0,1458*	0,2486*	-0,0321	-0,1960*	0,1358*	-0,1892*	-0,2365*	-0,0372***	0,0307	-0,0387***	-0,1765*	0,2929*	-0,1502*	1,0000	
PTB	0,0533*	0,1569*	0,1610*	0,0420**	0,0659*	0,0834*	0,1762*	-0,2197*	0,0522**	0,1534*	-0,0024	0,0781*	-0,0460**	-0,1835*	0,0116	-0,1351*	0,0852*	1,0000

Nota: O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%) e ***(10%).¹⁰⁵

¹⁰⁵ Ver APÊNDICE 1 (Tabela 28).

O grau de associação entre as variáveis dos modelos de acurácia individual pode ser observado, na Tabela 6, por meio dos coeficientes de correlação de Pearson. Esses valores representam uma referência preliminar das relações existentes entre as variáveis utilizadas na pesquisa da influência da adoção de práticas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões individuais dos analistas.

Entre os valores apresentados, na Tabela 6, destacam-se as correlações positivas e significantes das variáveis BCGI, BCGIboard, BCGIrights, DBOV_N2, DBOV_NM com a variável APIA.

A variável BCGIdisc possui correlação positiva e não significativa com a variável APIA. As variáveis BCGIprop e DBOV_N1 possuem correlações positivas e não significantes com a variável APIA.

Observa-se a correlação negativa e significativa da variável IDADE com a variável APIA, evidenciando que quanto menor o número de dias entre a previsão do analista e a data do anúncio do resultado da empresa, maior a acurácia. A correlação da variável tamanho da corretora (TAMCOR) com a acurácia das previsões individuais dos analistas (APIA) foi positiva e significativa, sugerindo que analistas que trabalham em corretoras maiores são mais acurados. Essas relações também foram encontradas por Martinez (2004a; 2005).

No entanto, os analistas parecem não aprimorar suas previsões com experiência específica numa determinada empresa, visto que a variável EXPANAL apresentou correlação negativa e significativa com a variável APIA. À medida que aumentam os anos de experiência numa determinada empresa, as previsões vão ficando menos acuradas. É possível que, com o passar dos anos e com o aumento da experiência geral do analista, o número de empresas, por ele, acompanhadas também aumente, implicando na redução de um acompanhamento detalhado de cada empresa do portfólio analisado.

Tabela 6 – Correlação entre as variáveis

	APIA	BCGI	BCGIboard	BCGIdisc	BCGIprop	BCGIrights	DBOV_N1	DBOV_N2	DBOV_NM	IDADE	EXPANAL	TAMCOR
APIA	1,0000											
BCGI	0,0436**	1,0000										
BCGIboard	0,0438**	0,6310*	1,0000									
BCGIdisc	0,0053	0,5108*	0,2417*	1,0000								
BCGIprop	-0,0160	0,4960*	-0,0855*	0,0462**	1,0000							
BCGIrights	0,0580*	0,6051*	0,1392*	-0,0012	0,1977*	1,0000						
DBOV_N1	-0,0023	-0,1022*	0,0556*	0,1570*	-0,0620*	-0,3607*	1,0000					
DBOV_N2	0,0597*	0,2230*	0,0847*	-0,0753*	-0,0030	0,4649*	-0,1996*	1,0000				
DBOV_NM	0,0412**	0,3083*	0,0566*	-0,0726*	0,1372*	0,5493*	-0,4215*	-0,1593*	1,0000			
IDADE	-0,0539*	-0,0486**	-0,0268	-0,0554*	-0,0372***	0,0038	-0,0247	0,0606*	0,0087	1,0000		
EXPANAL	-0,0438**	-0,1105*	-0,0949*	0,0545*	0,0182	-0,1995*	0,1212*	-0,1101*	-0,1683*	-0,1264*	1,0000	
TAMCOR	0,0756*	0,2861*	0,1694*	0,0944*	0,1363*	0,2337*	-0,0084	0,0972*	0,1829*	0,0630*	0,0283	1,0000

Nota: O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%) e ***(10%).¹⁰⁶

¹⁰⁶ Ver APÊNDICE 1 (Tabela 29).

4.2 Práticas diferenciadas de governança corporativa

As variáveis BCGI, BCGIdisc, BCGIboard, BCGIprop, BCGIrights, DBOV_N1, DBOV_N2 e DBOV_NM representam a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa. Portanto, a seguir, apresenta-se uma análise das *proxies* de governança que compõem a amostra de trabalho desta pesquisa.

Na Tabela 7, pode-se observar que, na média, o *score* do BCGI apresentado pelas empresas analisadas é de 50,02%. O BCGI apresenta uma evolução, no período analisado, passando de 0,1222 (12,22%), em 2000, para 0,5356 (53,56%), em 2008.

Dentre as quatro dimensões do BCGI, a dimensão *disclosure* (BCGIdisc) apresenta a maior média (77,32%). As dimensões – composição e funcionamento do conselho de administração (BCGIboard), estrutura de propriedade e controle (BCGIprop) e direitos dos acionistas (BCGIrights) – apresentam médias de 58,95%, 36,61% e 25,71%, respectivamente. O baixo *score* na dimensão direitos dos acionistas é consistente com as evidências encontradas de que o Brasil é um país com fraco *enforcement* legal (DURNEV e KIM, 2004). Observa-se, também, pelo *score* da dimensão estrutura de propriedade e controle (BCGIprop), que as empresas de capital aberto, no Brasil, possuem uma grande concentração do controle acionário, que favorece os conflitos entre acionistas majoritários e minoritários.

Tabela 7 – Evolução do BCGI e suas dimensões

Anos	BCGI		BCGIdisc		BCGIboard		BCGIprop		BCGIrights	
	Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio	Média	Desvio
2000	0,1222	0,0217	0,1852	0,0724	0,1111	0,0435	0,1806	0,0272	0,0000	0,0000
2001	0,2979	0,0191	0,5417	0,0328	0,3719	0,0324	0,2461	0,0246	0,0000	0,0000
2002	0,3195	0,0156	0,5632	0,0551	0,3069	0,0300	0,3103	0,0256	0,1092	0,0207
2003	0,4373	0,0097	0,7369	0,0234	0,5520	0,0171	0,3125	0,0153	0,1127	0,0135
2004	0,4755	0,0061	0,8171	0,0116	0,5959	0,0120	0,3193	0,0124	0,1416	0,0126
2005	0,4837	0,0070	0,7789	0,0133	0,5939	0,0123	0,3291	0,0151	0,2109	0,0175
2006	0,5417	0,0056	0,7992	0,0098	0,6245	0,0083	0,4188	0,0102	0,3098	0,0150
2007	0,5456	0,0051	0,7976	0,0096	0,6146	0,0079	0,4089	0,0090	0,3610	0,0146
2008	0,5356	0,0054	0,7846	0,0104	0,6245	0,0082	0,3832	0,0097	0,3416	0,0148
Amostra	0,5002	0,1359	0,7732	0,2488	0,5895	0,2109	0,3661	0,2216	0,2571	0,3041

Na Tabela 8, pode-se observar a segmentação das observações¹⁰⁷ da amostra de trabalho em função dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. Pelos dados apresentados, verifica-se que 33,25% das observações representam as empresas que não aderiram a qualquer um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa, entretanto, 66,75% das observações representam as empresas que aderiram a algum segmento da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). O Nível 1 da Bovespa é o segmento que apresenta o maior percentual de observações da amostra (34,57%), seguido pelo Novo Mercado (25,17%) e pelo Nível 2 (7,02%).

Tabela 8 – Observações segmentadas pelos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa

Anos	Observações				Total	%
	Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado		
2000	18	0	0	0	18	0,77
2001	42	14	0	8	64	2,72
2002	30	18	0	10	58	2,47
2003	104	77	6	17	204	8,67
2004	172	136	7	24	339	14,41
2005	106	110	28	50	294	12,50
2006	128	143	46	123	440	18,71
2007	106	158	37	193	494	21,00
2008	76	157	41	167	441	18,75
Amostra	782	813	165	592	2.352	100,00
%	33,25	34,57	7,02	25,17	100,00	

Nota: Em cada observação, considera-se a previsão do analista *i* para a empresa *j* no ano *t*.

Os dados apresentados, na Tabela 8, sugerem que as empresas acompanhadas pelos analistas de investimento do mercado brasileiro, em sua maioria, são aquelas pertencentes a algum nível diferenciado de governança corporativa da Bovespa.

4.3 Viés e acurácia das previsões do consenso de analistas

Apesar do viés das previsões dos analistas não ser uma variável analisada nos modelos¹⁰⁸, vale destacar que, na média, as previsões do consenso de analistas de investimento do

¹⁰⁷ Em cada observação, considera-se a previsão do analista *i* para a empresa *j* no ano *t*.

¹⁰⁸ Nos modelos de acurácia das previsões do consenso de analistas, utilizou-se, apenas, a variável *dummy* DOTIM, que assume valor igual a 1 (um) quando a previsão é otimista e 0 (zero) quando a previsão é pessimista.

mercado brasileiro, que compuseram a amostra de trabalho, têm um viés otimista, conforme evidências já encontradas na literatura nacional (SILVA, 1998; FRANCO, 2002; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; 2007b) e na literatura internacional (SCHIPPER, 1991; BROWN, 1996; LIM, 1998; BROWN, 1998; RICHARDSON *et al*, 1999; DECHOW *et al*, 2000; KOTHARI, 2001; BEAVER, 2002; GU e WU, 2003; ABARBANELL e LEHAVY, 2003a; 2003b; 2003c; DECHOW e SCHRAND, 2004).

Na Tabela 9, pode-se observar o comportamento médio, em cada ano, do viés e da acurácia das previsões do consenso de analistas, mensurados a partir da metodologia proposta por Martinez e Salim (2004) e Martinez (2004a; 2005; 2007b).

Tabela 9 – Viés e acurácia das previsões do consenso de analistas

Ano	APCA_N	MEP	Viés
2000	-0,1977	-0,1356	otimista
2001	-0,5545	0,4475	pessimista
2002	-0,5605	-0,1975	otimista
2003	-0,2958	-0,0170	otimista
2004	-0,2942	-0,0650	otimista
2005	-0,2867	-0,0743	otimista
2006	-0,3525	-0,1840	otimista
2007	-0,2989	-0,1145	otimista
2008	-0,4456	-0,3168	otimista

Percebe-se que os analistas de empresas brasileiras foram otimistas (MEP), em termos médios, mas tiveram um desempenho fraco em relação a acurácia de suas previsões (APCA_N), pois quanto mais distante de zero for o valor da variável, maior o montante de erros de previsão computados.

4.4 Relação entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões do consenso dos analistas

A análise da acurácia das previsões inicia-se, a partir do consenso dos analistas. Segundo Martinez (2004a, p. 42; 2007b, p. 105), “a análise do consenso fundamenta-se na idéia de que a representação das expectativas do mercado pode ser obtida por uma medida de tendência central da distribuição das projeções dos analistas”. O consenso dos analistas reduz os erros de previsão e tem melhor desempenho que as previsões individuais dos analistas (BEAVER,

1981; CONROY e HARRIS, 1987). Adicionalmente, o uso de um consenso reduz o risco de escolher, impropriamente, uma única previsão (CONROY e HARRIS, 1987). No entanto, similarmente ao estudo de Richardson *et al* (1999), foram utilizadas as previsões individuais dos analistas para calcular as previsões do consenso.

4.4.1 Modelo APCA_N (1)

Esse modelo teve o objetivo de verificar e analisar a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões do consenso de analistas. Vale ressaltar que, neste modelo, a acurácia da previsão do consenso dos analistas foi mensurada de acordo com a literatura nacional (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; 2007b) e representada pela variável APCA_N e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa foi representada pelo *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI).

Na Tabela 10, apresentam-se os testes de especificação para o modelo APCA_N (1), que indicaram a abordagem pelos efeitos aleatórios como a mais apropriada.

- O teste de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula de que a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero, portanto, a abordagem *pooled* foi rejeitada.
- Pelo teste de Hausman, a hipótese nula de que a correlação entre os efeitos não observados e as variáveis é nula não foi rejeitada, portanto, a abordagem pelos efeitos aleatórios não foi rejeitada.

Tabela 10 – Testes de especificação para o modelo APCA_N (1)

	Estatística-Chi²	P-valor
Teste LM de Breusch-Pagan	1.109,91*	0,0000
Teste de Hausman	0,89	1,0000

Nota: O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%) e ***(10%).

Observando-se, na Tabela 11, os resultados obtidos por meio da utilização do modelo APCA_N (1) pela abordagem dos efeitos aleatórios, verifica-se que a variável BCGI apresentou valor positivo (0,2151) e estatisticamente significativa (1%), indicando uma

relação positiva entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Tabela 11 – Resultados do modelo APCA_N (1)

Variável Dependente: APCA_N e Variável Independente: BCGI			
	<i>Pooled</i>	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
CONS	0,0410 (0,1516)	1,8304* (0,6212)	1,4317* (0,5364)
BCGI	-0,0772 (0,0686)	0,2263* (0,0761)	0,2151* (0,0695)
Variáveis de Controle			
IDADE	-0,0002 (0,0001)	0,0000 (0,0001)	0,0000 (0,0001)
DOTIM	-0,1232* (0,0153)	-0,0771* (0,0121)	-0,0803* (0,0119)
DRESULT	-0,7326* (0,0495)	-0,7106* (0,0553)	-0,7144* (0,0536)
DVPRESULT	-0,0003 (0,0003)	-0,0003 (0,0004)	-0,0003 (0,0004)
QANALIST	0,0192* (0,0039)	0,0098 (0,0062)	0,0105*** (0,0060)
DVPESTIMAT	-0,0001 (0,0005)	-0,0010 (0,0006)	-0,0010 (0,0006)
TAM	-0,0144*** (0,0076)	-0,0992* (0,0296)	-0,0855* (0,0248)
PTB	0,0076** (0,0037)	0,0159** (0,0075)	0,0148** (0,0074)
<i>Dummy</i> ANO	sim	Sim	sim
<i>Dummy</i> SETOR	sim	-	sim
n. Obs.	2.352	2.352	2.352
Estatística-F	31,88*	39,10*	-
Estatística-Chi ²	-	-	738,42*
R ² ajust.	29,07%	24,34%	33,43%

Nota: (1) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *(1%), **(5%) e ***(10%); (2) Para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o oposto; (3) Os valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes.¹⁰⁹

Pela abordagem dos efeitos aleatórios, o resultado da estatística Chi² apresentou valor (738,42) significativa (1%), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. De modo que, ao analisar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro, observou-se que:

- Previsões otimistas (DOTIM) são menos acuradas. Contrariando as evidências encontradas por Silva (1998); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Martinez (2007b);

¹⁰⁹ A tabela com os resultados completos do modelo estimado encontram-se no APÊNDICE 2 (Tabela 30).

- Para empresas com prejuízo (DRESULT), as previsões são menos acuradas, conforme as evidências já encontradas por Silva (1998); Abarbanell e Lehavy (2003a); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Byard *et al* (2006); Bhat *et al* (2006);
- A variável QANALIST apresentou valor positivo e significativo (10%), ou seja, quanto maior o número de analistas que acompanham a empresa, maior a acurácia do consenso, corroborando com os resultados de Conroy e Harris (1987); Brown (1997); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a);
- A variável TAM apresentou valor negativo e significativo (1%), indicando que quanto maior a empresa, menor a acurácia. Evidências contrárias foram encontradas por Brown (1997); Richardson *et al* (1999); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Chiang e Chia (2005); Bhat *et al* (2006);
- A variável PTB apresentou valor positivo e significativo (5%), indicando que quanto maior o *price-to-book* da empresa, maior a acurácia, corroborando com os achados de Richardson *et al* (1999); Martinez (2004a);
- As variáveis IDADE, DVPRESULT e DVPESTIMAT não foram estatisticamente significantes.

Esses resultados confirmaram a hipótese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

4.4.2 Modelo APCA_N (2)

A partir do modelo APCA_N (2), buscou-se verificar se a variável APCA_N, que representa a acurácia da previsão do consenso dos analistas, mensurada de acordo com a literatura nacional (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; 2007b), é influenciada pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, representada pelo conjunto de variáveis *dummies* (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM).

Na Tabela 12, apresentam-se os testes de especificação para o modelo APCA_N (2), que indicaram a abordagem pelos efeitos fixos como a mais apropriada.

- O teste de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula de que a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero, portanto, a abordagem *pooled* foi rejeitada.
- Pelo teste de Hausman, $\text{Chi}^2 < 0$, ou seja, o modelo não atendeu os pressupostos do teste de Hausman (distribuição χ^2 assintótica), portanto, a abordagem pelos efeitos aleatórios foi rejeitada, sugerindo a abordagem pelos efeitos fixos como a mais apropriada.
- Pelo teste de Chow, a hipótese nula de que os interceptos são iguais para todas as cross-sections foi rejeitada, rejeitando a abordagem *pooled* e confirmando a abordagem pelos efeitos fixos como a mais apropriada.

Tabela 12 – Testes de especificação para o modelo APCA_N (2)

	Estatística-Chi^2	P-valor
Teste LM de Breusch-Pagan	772,72*	0,0000
Teste de Hausman	-12,75	$\text{Chi}^2 < 0$
Teste de Chow	13,53*	0,0000

Nota: O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%) e ***(10%).

De acordo com os resultados, apresentados na Tabela 13, as variáveis DBOV_N1, DBOV_N2 não foram estatisticamente significantes no modelo APCA_N (2) pela abordagem dos efeitos fixos, entretanto, a variável DBOV_NM apresentou coeficiente positivo (0,1081) e significativo (1%), indicando uma relação positiva entre a adoção de governança conforme as exigências do segmento Novo Mercado da Bovespa e a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

O resultado da estatística F, pela abordagem dos efeitos fixos, apresentou valor (35,53) significativo (1%), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. De modo que, ao analisar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro, observa-se que:

- Previsões otimistas (DOTIM) são menos acuradas. Contrariando as evidências encontradas por Silva (1998); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Martinez (2007b);
- Para empresas com prejuízo (DRESULT), as previsões são menos acuradas, conforme as evidências já encontradas por Silva (1998); Abarbanell e Lehavy (2003a); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Byard *et al* (2006); Bhat *et al* (2006);

- A variável TAM apresentou valor negativo e significativo (1%), indicando que quanto maior a empresa, menor a acurácia. Evidências contrárias foram encontradas por Brown (1997); Richardson *et al* (1999); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Chiang e Chia (2005); Bhat *et al* (2006);
- A variável PTB apresentou valor positivo e significativo (5%), indicando que quanto maior o price-to-book da empresa, maior a acurácia, corroborando com os achados de Richardson *et al* (1999); Martinez (2004a) ;
- As variáveis IDADE, DVRESULT, QANALIST e DVPESTIMAT não foram estatisticamente significantes.

Tabela 13 – Resultados do modelo APCA_N (2)

Variável Dependente: APCA_N e Variável Independente: DBOV_N1, DBOV_N2, DBOV_NM			
	<i>Pooled</i>	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
CONS	0,2804*** (0,1568)	1,8415* (0,6284)	1,4185* (0,5414)
DBOV_N1	-0,1050* (0,0221)	0,0264 (0,0322)	0,0304 (0,0334)
DBOV_N2	-0,3456* (0,0593)	0,2117 (0,1324)	-0,0020 (0,1615)
DBOV_NM	-0,0679* (0,0230)	0,1081* (0,0247)	0,0854* (0,0278)
Variáveis de Controle			
IDADE	-0,0001 (0,0001)	0,0000 (0,0001)	0,0000 (0,0001)
DOTIM	-0,1217* (0,0147)	-0,0758* (0,0122)	-0,0797* (0,0120)
DRESULT	-0,7036* (0,0459)	-0,7107* (0,0554)	-0,7128* (0,0537)
DVRESULT	-0,0005*** (0,0003)	-0,0002 (0,0004)	-0,0003 (0,0004)
QANALIST	0,0177* (0,0038)	0,0095 (0,0062)	0,0104*** (0,0060)
DVPESTIMAT	-0,0004 (0,0005)	-0,0009 (0,0006)	-0,0008 (0,0006)
TAM	-0,0256* (0,0076)	-0,0964* (0,0300)	-0,0815* (0,0250)
PTB	0,0045 (0,0038)	0,0161** (0,0076)	0,0149** (0,0074)
Dummy ANO	sim	sim	sim
Dummy SETOR	sim	-	sim
n. Obs.	2.352	2.352	2.352
Estatística-F	30,22*	35,53*	-
Estatística-Chi ²	-	-	747,90*
R ² ajust.	31,69%	24,33%	33,07%

Nota: (1) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *(1%), **(5%) e ***(10%); (2) Para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o oposto; (3) Os valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes.¹¹⁰

¹¹⁰ A tabela com os resultados completos do modelo estimado encontram-se no APÊNDICE 2 (Tabela 31).

Pelos resultados apresentados, confirmou-se parcialmente a hipótese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Verificou-se que, para as empresas pertencentes ao segmento do Novo Mercado da Bovespa, as previsões dos analistas são mais acuradas.

Vale destacar que o Novo Mercado é caracterizado, pela exigência de um nível de governança corporativa das empresas de capital aberto que vai além do exigido pela legislação. Segundo a Bovespa (2008), a valorização das ações é influenciada pela segurança e a qualidade demonstrada pelas empresas. Além disso, destaca que o Novo Mercado, que tem como diferencial a maior credibilidade e a transparência nas informações prestadas pelas empresas.

4.4.3 Modelo APCA_N (3)

O modelo APCA_N (3) pretendeu verificar se a acurácia da previsão do consenso dos analistas, mensurada de acordo com a literatura nacional (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; 2007b) e representada pela variável APCA_N, influencia positivamente a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, representada por cada uma das dimensões do *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGIdisc; BCGIboard; BCGIprop; BCGIrights).

Na Tabela 14, apresentam-se os testes de especificação para o modelo APCA_N (3), que indicaram a abordagem pelos efeitos aleatórios como a mais apropriada.

- O teste de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula de que a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero, portanto, a abordagem *pooled* foi rejeitada.
- Pelo teste de Hausman, a hipótese nula de que a correlação entre os efeitos não observados e as variáveis é nula não foi rejeitada, portanto, a abordagem pelos efeitos aleatórios não foi rejeitada.

Tabela 14 – Testes de especificação para o modelo APCA_N (3)

	Estatística-Chi²	P-valor
Teste LM de Breusch-Pagan	980,18*	0,0000
Teste de Hausman	6,90	0,9970

Nota: O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%) e ***(10%).

Pelos resultados obtidos por meio da utilização do modelo APCA_N (3) pela abordagem dos efeitos aleatórios e apresentados na Tabela 15, verifica-se que a variável BCGIboard apresentou valor positivo (0,0919) e estatisticamente significativa (5%), indicando que a dimensão da governança – composição e funcionamento do conselho de administração – influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

O resultado da estatística Chi², obtido pela abordagem dos efeitos aleatórios, apresentou valor (765,79) significativa (1%), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. De modo que, ao analisar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro, observou-se que:

- Previsões otimistas (DOTIM) são menos acuradas. Contrariando as evidências encontradas por Silva (1998); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Martinez (2007b);
- Para empresas com prejuízo (DRESULT), as previsões são menos acuradas, conforme as evidências já encontradas por Silva (1998); Abarbanell e Lehavy (2003a); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Byard *et al* (2006); Bhat *et al* (2006);
- A variável QANALIST apresentou valor positivo e significativo (10%), ou seja, quanto maior o número de analistas que acompanham a empresa, maior a acurácia do consenso, corroborando com os resultados de Conroy e Harris (1987); Brown (1997); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a);
- A variável TAM apresentou valor negativo e significativo (1%), indicando que quanto maior a empresa, menor a acurácia. Evidências contrárias foram encontradas por Brown (1997); Richardson *et al* (1999); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Chiang e Chia (2005); Bhat *et al* (2006);

- A variável PTB apresentou valor positivo e significativo (10%), indicando que quanto maior o *price-to-book* da empresa, maior a acurácia, corroborando com os achados de Richardson *et al* (1999); Martinez (2004a);
- As variáveis IDADE, DVPRESULT e DVPESTIMAT não foram estatisticamente significantes.

Tabela 15 – Resultados do modelo APCA_N (3)

Variável Dependente: APCA_N e Variável Independente: BCGI (dimensões)			
	<i>Pooled</i>	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
CONS	0,2316 (0,1552)	1,8401* (0,6269)	1,4490* (0,5449)
BCGIboard	-0,0381 (0,0350)	0,0957** (0,0425)	0,0919** (0,0409)
BCGIdisc	0,0298 (0,0318)	0,0126 (0,0597)	0,0126 (0,0574)
BCGIprop	0,1530* (0,0408)	0,0697 (0,0640)	0,0794 (0,0605)
BCGIrights	-0,1507* (0,0427)	0,0589 (0,0572)	0,0371 (0,0609)
Variáveis Controle			
IDADE	-0,0001 (0,0001)	0,0000 (0,0001)	0,0000 (0,0001)
DOTIM	-0,1184* (0,0153)	-0,0766* (0,0119)	-0,0801* (0,0117)
DRESULT	-0,7243* (0,0481)	-0,7121* (0,0572)	-0,7150* (0,0553)
DVPRESULT	-0,0004 (0,0004)	-0,0003 (0,0004)	-0,0003 (0,0004)
QANALIST	0,0184* (0,0039)	0,0102 (0,0062)	0,0108*** (0,0060)
DVPESTIMAT	-0,0002 (0,0005)	-0,0010 (0,0006)	-0,0010 (0,0006)
TAM	-0,0264* (0,0077)	-0,0997* (0,0299)	-0,0863* (0,0251)
PTB	0,0085** (0,0038)	0,0159** (0,0077)	0,0149*** (0,0076)
Dummy ANO	sim	sim	sim
Dummy SETOR	sim	-	sim
n. Obs.	2.352	2.352	2.352
Estatística-F	30,63*	34,69*	-
Estatística- χ^2	-	-	765,79*
R ² ajust.	30,03%	24,36%	33,58%

Nota: (1) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *(1%), **(5%) e ***(10%); (2) Para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o oposto; (3) Os valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes.¹¹¹

¹¹¹ A tabela com os resultados completos do modelo estimado encontram-se no APÊNDICE 2 (Tabela 32).

Pelos resultados apresentados, confirmou-se parcialmente a hipótese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro, pois, apenas, a dimensão composição e funcionamento do conselho de administração mostrou-se significativa na acurácia das previsões dos analistas de investimento.

Percebe-se que o nível de independência e efetividade do conselho de administração e seu bom funcionamento, como mecanismo de redução de conflitos entre a administração e acionistas e para evitar a manipulação dos resultados, possibilita maior acurácia às previsões.

4.4.4 Modelo APCA_I (1)

Por meio do modelo APCA_I (1), buscou-se verificar se a acurácia da previsão do consenso dos analistas, mensurada de acordo com a literatura internacional (DURU e REEB, 2002; LANG e LUNDHOLM, 1996; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006) e representada pela variável APCA_I, é influenciada, positiva e significativamente, pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, representada pelo *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI).

Na Tabela 16, apresentam-se os testes de especificação para o modelo APCA_I (1), que indicaram a abordagem pelos efeitos aleatórios como a mais apropriada.

- O teste de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula de que a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero, portanto, a abordagem *pooled* foi rejeitada.
- Pelo teste de Hausman, a hipótese nula de que a correlação entre os efeitos não observados e as variáveis é nula não foi rejeitada, portanto, a abordagem pelos efeitos aleatórios não foi rejeitada.

Tabela 16 – Testes de especificação para o modelo APCA_I (1)

	Estatística-Chi ²	P-valor
Teste LM de Breusch-Pagan	419,83*	0,0000
Teste de Hausman	7,52	0,9758

Nota: O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%) e ***(10%).

Observando-se, na Tabela 17, os resultados obtidos por meio da utilização do modelo APCA_I (1) pela abordagem dos efeitos aleatórios, verifica-se que a variável BCGI apresentou valor positivo (5,4729) e estatisticamente significativa (1%), indicando uma relação positiva entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Tabela 17 – Resultados do modelo APCA_I (1)

Variável Dependente: APCA_I e Variável Independente: BCGI			
	<i>Pooled</i>	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
CONS	11,7372* (3,6315)	52,2645** (20,4802)	19,9233* (5,4383)
BCGI	3,7103* (1,3365)	9,0074* (2,6468)	5,4729* (1,7795)
Variáveis Controle			
IDADE	-0,0009 (0,0020)	-0,0022 (0,0019)	-0,0012 (0,0019)
DOTIM	0,1542 (0,3341)	0,4187 (0,3408)	0,2411 (0,3220)
DRESULT	-4,1534* (0,9328)	-4,0684* (1,1303)	-4,0881* (1,0086)
DVPRESULT	0,0773* (0,0192)	0,0631* (0,0185)	0,0744* (0,0216)
QANALIST	0,4174* (0,1477)	0,3477** (0,1483)	0,3615** (0,1436)
DVPESTIMAT	-0,7321* (0,0455)	-0,7497* (0,0510)	-0,7320* (0,0494)
TAM	-0,5656* (0,1693)	-2,2966* (0,8892)	-0,8346* (0,2513)
PTB	0,0986* (0,0302)	0,0315 (0,0489)	0,0561*** (0,0336)
<i>Dummy</i> ANO	sim	sim	sim
<i>Dummy</i> SETOR	sim	-	sim
n. Obs.	2.352	2.352	2.352
Estatística-F	46,99*	55,30*	
Estatística-Chi ²			1.080,59*
R ² ajust.	71,30%	79,16%	88,55%

Nota: (1) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *(1%), **(5%) e ***(10%); (2) Para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o oposto; (3) Os valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes.¹¹²

Observa-se que o resultado da estatística Chi², pela abordagem dos efeitos aleatórios, apresentou valor (1.080,59) significativa (1%), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. De modo que, ao analisar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro, observou-se que:

¹¹² A tabela com os resultados completos do modelo estimado encontram-se no APÊNDICE 2 (Tabela 33).

- Para empresas com prejuízo (DRESULT), as previsões são menos acuradas, conforme as evidências já encontradas por Silva (1998); Abarbanell e Lehavy (2003a); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Byard *et al* (2006); Bhat *et al* (2006);
- A variável DVPRESULT apresentou valor positivo e significativo (1%), ou seja, quanto maior o desvio padrão dos resultados, maior a acurácia do consenso. Evidências contrárias foram encontradas por Silva (1998); Byard *et al* (2006); Bhat *et al* (2006);
- A variável QANALIST apresentou valor positivo e significativo (5%), ou seja, quanto maior o número de analistas que acompanham a empresa, maior a acurácia do consenso, corroborando com os resultados de Conroy e Harris (1987); Brown (1997); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a);
- A variável DVPESTIMAT apresentou valor negativo e significativo (1%), ou seja, quanto menor o desvio das estimativas, maior a acurácia, de acordo com as evidências apresentadas por Conroy e Harris (1987); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Byard *et al* (2006);
- A variável TAM apresentou valor negativo e significativo (1%), indicando que quanto maior a empresa, menor a acurácia. Evidências contrárias foram encontradas por Brown (1997); Richardson *et al* (1999); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Chiang e Chia (2005); Bhat *et al* (2006);
- A variável PTB apresentou valor positivo e significativo (10%), indicando que quanto maior o *price-to-book* da empresa, maior a acurácia, corroborando com os achados de Richardson *et al* (1999); Martinez (2004a);
- As variáveis IDADE, DOTIM, não foram estatisticamente significantes.

Esses resultados confirmam a hipótese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

4.4.5 Modelo APCA_I (2)

A utilização do modelo APCA_I (2) objetivou verificar se a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, representada pelo conjunto de variáveis *dummies* (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM) influencia a acurácia da previsão do consenso dos analistas, representada pela variável APCA_I e mensurada de acordo com a literatura internacional

(DURU e REEB, 2002; LANG e LUNDHOLM, 1996; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006).

Na Tabela 18, apresentam-se os testes de especificação para o modelo APCA_I (2), que indicaram a abordagem pelos efeitos fixos como a mais apropriada.

- O teste de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula de que a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero, portanto, a abordagem *pooled* foi rejeitada.
- Pelo teste de Hausman, $\chi^2 < 0$, ou seja, o modelo não atendeu os pressupostos do teste de Hausman (distribuição χ^2 assintótica), portanto, a abordagem pelos efeitos aleatórios foi rejeitada, sugerindo a abordagem pelos efeitos fixos como a mais apropriada.
- Pelo teste de Chow, a hipótese nula de que os interceptos são iguais para todas as cross-sections foi rejeitada, rejeitando a abordagem *pooled* e confirmando a abordagem pelos efeitos fixos como a mais apropriada.

Tabela 18 – Testes de especificação para o modelo APCA_I (2)

	Estatística-χ^2	P-valor
Teste LM de Breusch-Pagan	329,86*	0,0000
Teste de Hausman	-72,32	$\chi^2 < 0$
Teste de Chow	4,08	0,0000

Nota: O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%) e ***(10%).

De acordo com os resultados, apresentados na Tabela 19, as variáveis DBOV_N1, DBOV_NM não foram estatisticamente significantes no modelo APCA_I (2) pela abordagem dos efeitos fixos, entretanto, a variável DBOV_N2 apresentou coeficiente positivo (9,1127) e significativa (10%), indicando que, para empresas que aderem ao segmento Nível 2 da Bovespa, as previsões dos analistas de investimento são mais acuradas.

Tabela 19 – Resultados do modelo APCA_I (2)

Variável Dependente: APCA_I e Variável Independente: DBOV_N1, DBOV_N2, DBOV_NM			
	<i>Pooled</i>	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
CONS	11,5086* (4,0627)	52,7850* (20,4438)	16,1300* (4,9457)
DBOV_N1	-2,4367* (0,6163)	-0,8109 (1,1570)	-2,2265* (0,7607)
DBOV_N2	1,2722*** (0,7653)	9,1127*** (4,7250)	1,6227*** (0,9568)
DBOV_NM	-0,6385 (0,5578)	2,0125 (1,7728)	-0,2415 (0,7231)
Variáveis Controle			
IDADE	-0,0015 (0,0019)	-0,0028 (0,0020)	-0,0017 (0,0019)
DOTIM	0,2589 (0,3254)	0,4817 (0,3311)	0,2708 (0,3192)
DRESULT	-4,3923* (0,9326)	-4,1221* (1,1415)	-4,2726* (0,9840)
DVPRESULT	0,0737* (0,0193)	0,0672* (0,0192)	0,0740* (0,0214)
QANALIST	0,4240* (0,1486)	0,3355** (0,1491)	0,3752* (0,1447)
DVPESTIMAT	-0,7312* (0,0462)	-0,7502* (0,0518)	-0,7305* (0,0491)
TAM	-0,4897* (0,1795)	-2,1963** (0,8915)	-0,5962* (0,2315)
PTB	0,0103 (0,0328)	0,0281 (0,0456)	0,0075 (0,0332)
<i>Dummy</i> ANO	sim	sim	sim
<i>Dummy</i> SETOR	sim	-	sim
n. Obs.	2.352	2.352	2.352
Estatística-F	44,29*	49,53*	
Estatística- χ^2			1.205,64*
R ² ajust.	71,64%	60,82%	89,69%

Nota: (1) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *(1%), **(5%) e ***(10%); (2) Para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o oposto; (3) Os valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes.¹¹³

O resultado da estatística F, pela abordagem dos efeitos fixos, apresentou valor (49,53) significativo (1%), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. De modo que, ao analisar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro, observa-se que:

- Para empresas com prejuízo (DRESULT), as previsões são menos acuradas, conforme as evidências já encontradas por Silva (1998); Abarbanell e Lehavy (2003a); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Byard *et al* (2006); Bhat *et al* (2006);

¹¹³ A tabela com os resultados completos do modelo estimado encontram-se no APÊNDICE 2 (Tabela 34).

- A variável DVPRESULT apresentou valor positivo e significativo (1%), ou seja, quanto maior o desvio padrão dos resultados, maior a acurácia do consenso. Evidências contrárias foram encontradas por Silva (1998); Byard *et al* (2006); Bhat *et al* (2006);
- A variável QANALIST apresentou valor positivo e significativo (5%), ou seja, quanto maior o número de analistas que acompanham a empresa, maior a acurácia do consenso, corroborando com os resultados de Conroy e Harris (1987); Brown (1997); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a);
- A variável DVPESTIMAT apresentou valor negativo e significativo (1%), ou seja, quanto menor o desvio das estimativas, maior a acurácia, de acordo com as evidências apresentadas por Conroy e Harris (1987); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Byard *et al* (2006);
- A variável TAM apresentou valor negativo e significativo (5%), indicando que quanto maior a empresa, menor a acurácia. Evidências contrárias foram encontradas por Brown (1997); Richardson *et al* (1999); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Chiang e Chia (2005); Bhat *et al* (2006);
- As variáveis IDADE, DOTIM e PTB não foram estatisticamente significantes.

Dessa forma, foi possível confirmar parcialmente que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro, pois verificou-se que, apenas, para as empresas pertencentes ao segmento do Nível 2 da Bovespa, as previsões dos analistas são mais acuradas.

4.4.6 Modelo APCA_I (3)

O modelo APCA_I (3) buscou verificar se a acurácia da previsão do consenso dos analistas, mensurada de acordo com a literatura internacional (DURU e REEB, 2002; LANG e LUNDHOLM, 1996; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006) e representada pela variável APCA_I, é influenciada pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, representada por cada uma das dimensões do *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI_{disc}; BCGI_{board}; BCGI_{prop}; BCGI_{rights}).

Na Tabela 20, apresentam-se os testes de especificação para o modelo APCA_I (3), que indicaram a abordagem pelos efeitos aleatórios como a mais apropriada.

- O teste de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula de que a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero, portanto, a abordagem *pooled* foi rejeitada.
- Pelo teste de Hausman, a hipótese nula de que a correlação entre os efeitos não observados e as variáveis é nula não foi rejeitada, portanto, a abordagem pelos efeitos aleatórios não foi rejeitada.

Tabela 20 – Testes de especificação para o modelo APCA_I (3)

	Estatística-Chi²	P-valor
Teste LM de Breusch-Pagan	429,49*	0,0000
Teste de Hausman	36,08	0,0103

Nota: O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%) e ***(10%).

Na Tabela 21, são apresentados os resultados obtidos por meio da utilização do modelo APCA_I (3) pela abordagem dos efeitos aleatórios. Verifica-se que as variáveis BCGIprop e BCGIrights apresentaram valores positivos (4,4679 e 3,0495, respectivamente) e estatisticamente significantes (1%), indicando que as dimensões da governança – estrutura de propriedade e controle; e direitos dos acionistas – influenciam positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Tabela 21 - Resultados do modelo APCA_I (3)

Variável Dependente: APCA_I e Variável Independente: BCGI (Dimensões)			
	<i>Pooled</i>	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
CONS	10,3719* (3,8487)	55,5833* (20,5947)	18,7671* (5,5954)
BCGIBOARD	-0,8468 (0,6822)	0,7898 (1,2517)	-0,3669 (0,8087)
BCGIDISC	-0,5863 (0,8731)	-1,5839 (1,3822)	-1,1004 (1,0932)
BCGIPROP	3,0404* (0,6800)	6,8328* (1,4131)	4,4679* (0,9164)
BCGIRIGHTS	2,0529* (0,5452)	7,3547* (1,4194)	3,0495* (0,7201)
Variáveis Controle			
IDADE	-0,0008 (0,0020)	-0,0021 (0,0020)	-0,0011 (0,0019)
DOTIM	0,3263 (0,3334)	0,5971*** (0,3444)	0,3732 (0,3227)
DRESULT	-4,4561* (0,9226)	-4,6654* (1,0887)	-4,4326* (0,9816)
DVPRESULT	0,0819* (0,0191)	0,0701* (0,0179)	0,0796* (0,0213)
QANALIST	0,3550** (0,1500)	0,2739*** (0,1467)	0,2941** (0,1434)
DVPESTIMAT	-0,7328* (0,0448)	-0,7504* (0,0497)	-0,7315* (0,0487)
TAM	-0,4642* (0,1809)	-2,3545* (0,8908)	-0,7087* (0,2596)
PTB	0,0944* (0,0313)	-0,0052 (0,0507)	0,0423 (0,0355)
Dummy ANO	sim	sim	sim
Dummy SETOR	sim	-	sim
n. Obs.	2.352	2.352	2.352
Estatística-F	43,37*	48,85*	
Estatística- χ^2			1.104,71*
R ² ajust.	71,52%	61,60%	88,46%

Nota: (1) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *(1%), **(5%) e *** (10%); (2) Para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o oposto; (3) Os valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes.¹¹⁴

Observa-se que o resultado da estatística χ^2 , obtido pela abordagem dos efeitos aleatórios, apresentou valor (1.104,71) significativa (1%), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. De modo que, ao analisar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro, observou-se que:

¹¹⁴ A tabela com os resultados completos do modelo estimado encontram-se no APÊNDICE 2 (Tabela 35).

- Para empresas com prejuízo (DRESULT), as previsões são menos acuradas, conforme as evidências já encontradas por Silva (1998); Abarbanell e Lehavy (2003a); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Byard *et al* (2006); Bhat *et al* (2006);
- A variável DVPRESULT apresentou valor positivo e significativo (1%), ou seja, quanto maior o desvio padrão dos resultados, maior a acurácia do consenso. Evidências contrárias foram encontradas por Silva (1998); Byard *et al* (2006); Bhat *et al* (2006);
- A variável QANALIST apresentou valor positivo e significativo (5%), ou seja, quanto maior o número de analistas que acompanham a empresa, maior a acurácia do consenso, corroborando com os resultados de Conroy e Harris (1987); Brown (1997); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a);
- A variável DVPESTIMAT apresentou valor negativo e significativo (1%), ou seja, quanto menor o desvio das estimativas, maior a acurácia, de acordo com as evidências apresentadas por Conroy e Harris (1987); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Byard *et al* (2006);
- A variável TAM apresentou valor negativo e significativo (1%), indicando que quanto maior a empresa, menor a acurácia. Evidências contrárias foram encontradas por Brown (1997); Richardson *et al* (1999); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004a); Chiang e Chia (2005); Bhat *et al* (2006) ;
- As variáveis IDADE, PTB e DOTIM não foram estatisticamente significantes.

Pelos resultados apresentados, confirmou-se parcialmente a hipótese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro, pois, apenas, as dimensões – estrutura de propriedade e controle; e direitos dos acionistas – mostraram-se significantes na acurácia das previsões dos analistas de investimento.

Percebe-se que, como os acionistas controladores possuem incentivos para manipular os resultados e expropriar os acionistas minoritários, o nível de dispersão de propriedade (separação entre direito a voto e direito ao fluxo de caixa), também pode influenciar na acurácia das previsões. Ademais, percebe-se que o nível de proteção que a empresa dá aos seus acionistas minoritários, como uma ação discricionária, parece ter um impacto positivo sobre a acurácia das previsões.

4.5 Relação entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões individuais dos analistas

Além de observar a relação entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento, procurou-se, também, uma relação entre a adoção dessas práticas e a acurácia das previsões individuais dos analistas. Além da experiência, das capacidades e habilidades individuais dos analistas e de outros fatores peculiares à capacidade de previsão, buscou-se verificar se esses analistas consideram, individualmente, os aspectos da governança corporativa em seus modelos de previsão de lucros.

4.5.1 Modelo APIA (1)

Para tanto, por meio da utilização do modelo APIA (1), buscou-se verificar se a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, representada pelo *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI), influencia, positiva e significativamente, a acurácia da previsão individual dos analistas, representada pela variável APIA e mensurada de acordo com a literatura nacional e internacional (CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2005).

Na Tabela 22, apresentam-se os testes de especificação para o modelo APIA (1), que indicaram a abordagem pelos efeitos fixos como a mais apropriada.

- O teste de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula de que a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero, portanto, a abordagem *pooled* foi rejeitada.
- Pelo teste de Hausman, $\text{Chi}^2 < 0$, ou seja, o modelo não atendeu os pressupostos do teste de Hausman (distribuição χ^2 assintótica), portanto, a abordagem pelos efeitos aleatórios foi rejeitada, sugerindo a abordagem pelos efeitos fixos como a mais apropriada.
- Pelo teste de Chow, a hipótese nula de que os interceptos são iguais para todas as cross-sections foi rejeitada, rejeitando a abordagem *pooled* e confirmando a abordagem pelos efeitos fixos como a mais apropriada.

Tabela 22 – Testes de especificação para o modelo APIA (1)

	Estatística-Chi ²	P-valor
Teste LM de Breusch-Pagan	2,80***	0,0945
Teste de Hausman	-24,06	Chi ² <0
Teste de Chow	1,20***	0,0862

Nota: O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%) e ***(10%).

De acordo com os resultados, apresentados na Tabela 23, a variável BCGI apresentou coeficiente negativo (-0,1552), entretanto, não foi estatisticamente significativa no modelo APIA (1) pela abordagem de efeitos fixos, de forma que não é possível afirmar que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Tabela 23 – Resultados do modelo APIA (1)

Variável Dependente: APIA e Variável Independente: BCGI			
	<i>Pooled</i>	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
CONS	-0,8821* (0,1906)	-0,8287* (0,1976)	-0,8821* (0,1906)
BCGI	0,0574 (0,0962)	-0,1552 (0,1581)	0,0574 (0,0962)
Variáveis Controle			
IDADE	-0,0006* (0,0002)	-0,0007* (0,0002)	-0,0006* (0,0002)
EXPANAL	-0,0140*** (0,0073)	-0,0121 (0,0078)	-0,0140*** (0,0073)
TAMCOR	0,0013** (0,0006)	0,0010*** (0,0006)	0,0013** (0,0006)
Dummy ANO	sim	sim	sim
Dummy SETOR	sim	-	sim
n. Obs.	2.352	2.352	2.352
Estatística-F	3,34*	2,35*	
Estatística-Chi ²			100,23*
R ² ajust.	3,54%	1,97%	18,32%

Nota: (1) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *(1%), **(5%) e ***(10%); (2) Para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o oposto; (3) Os valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes.¹¹⁵

O resultado da estatística F, pela abordagem de efeitos fixos, apresentou valor (2,35) significativo (1%), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente

¹¹⁵ A tabela com os resultados completos do modelo estimado encontram-se no APÊNDICE 2 (Tabela 36).

iguais a zero. De modo que, ao analisar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro, observa-se que:

- A variável IDADE apresentou valor negativo e significativo (1%), indicando que quanto menor a idade da previsão (dias de antecedência da previsão em relação à divulgação do resultado real), maior a acurácia das previsões individuais. Essas evidências corroboram com as encontradas por Clement (1999); Martinez (2004a); Martinez (2005).
- A variável TAMCOR apresentou valor positivo e significativo (10%), indicando que quanto maior o tamanho da corretora, maior a acurácia das previsões individuais dos analistas, corroborando com as evidências encontradas por Martinez (2004a); Martinez (2005) ; Boff *et al* (2006);
- A variável EXPANAL não foi estatisticamente significativa.

Pelos resultados obtidos, não foi possível confirmar a hipótese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

4.5.2 Modelo APIA (2)

O modelo APIA (2) também objetivou verificar a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia da previsão individual dos analistas, representada pela variável APIA e mensurada de acordo com a literatura nacional e internacional (CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2005). Entretanto, no modelo APIA (2), a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa foi representada pelo conjunto de variáveis *dummies* (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM).

Na Tabela 24, apresentam-se os testes de especificação para o modelo APIA (2), que indicaram a abordagem *pooled* como a mais apropriada.

- O teste de Breusch-Pagan não rejeitou a hipótese nula de que a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero, portanto, a abordagem *pooled* não foi rejeitada.
- Como o teste de Breusch-Pagan indicou a abordagem *pooled*, o resultado do teste de Hausman não foi considerado.

Tabela 24 – Testes de especificação para o modelo APIA (2)

	Estatística-Chi ²	P-valor
Teste LM de Breusch-Pagan	0,41	0,5226
Teste de Hausman	20,49	0,1155

Nota: O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%) e ***(10%).

De acordo com os resultados, apresentados na Tabela 25, os coeficientes das variáveis DBOV_N1, DBOV_N2 e DBOV_NM apresentaram valores positivos (0,0900, 0,1686 e 0,0781, respectivamente) e estatisticamente significantes (1%, 1% e 10%, respectivamente), no modelo APIA (2) pela abordagem *pooled*. Desse modo, há evidências de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa¹¹⁶ influencia positivamente a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Tabela 25 – Resultados do modelo APIA (2)

Variável Dependente: APIA e Variável Independente: DBOV_N1, DBOV_N2, DBOV_NM			
	<i>Pooled</i>	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
CONS	-0,8657* (0,1892)	-0,8010* (0,1850)	-0,8657* (0,1892)
DBOV_N1	0,0900* (0,0318)	-0,0225 (0,0665)	0,0900* (0,0318)
DBOV_N2	0,1686* (0,0529)	0,0079 (0,1581)	0,1686* (0,0529)
DBOV_NM	0,0781*** (0,0403)	0,1743*** (0,1048)	0,0781*** (0,0403)
Variáveis Controle			
IDADE	-0,0006* (0,0002)	-0,0007* (0,0002)	-0,0006* (0,0002)
EXPANAL	-0,0132*** (0,0073)	-0,0124 (0,0077)	-0,0132*** (0,0073)
TAMCOR	0,0011** (0,0006)	0,0010*** (0,0006)	0,0011** (0,0006)
Dummy ANO	sim	sim	sim
Dummy SETOR	sim	-	sim
n. Obs.	2.352	2.352	2.352
Estatística-F	3,53*	2,18*	
Estatística-Chi ²			112,88*
R ² ajust.	4,08%	2,07%	24,88%

Nota: (1) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *(1%), **(5%) e ***(10%); (2) Para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o oposto; (3) Os valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes.¹¹⁷

¹¹⁶ De acordo com a segmentação da Bovespa.

¹¹⁷ A tabela com os resultados completos do modelo estimado encontram-se no APÊNDICE 2 (Tabela 37).

O resultado da estatística F, pela abordagem *pooled*, apresentou valor (3,53) significativa (1%), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. De modo que, ao analisar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro, observa-se que:

- A variável IDADE apresentou valor negativo e significativo (1%), indicando que quanto menor a idade da previsão (dias de antecedência da previsão em relação à divulgação do resultado real), maior a acurácia das previsões individuais. Essas evidências estão em conformidade com os resultados obtidos por Clement (1999); Martinez (2004a); Martinez (2005);
- A variável EXPANAL apresentou valor negativo e significativo (10%), indicando que quanto menor a experiência do analista numa empresa específica, maior a acurácia. Essas evidências são contrárias àquelas encontradas por Martinez (2004a); Martinez (2005); Boff *et al* (2006);
- A variável TAMCOR apresentou valor positivo e significativo (5%), indicando que quanto maior o tamanho da corretora, maior a acurácia das previsões individuais dos analistas, conforme as evidências encontradas por Martinez (2004a); Martinez (2005); Boff *et al* (2006).

Pelos resultados apresentados, confirmou-se a hipótese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Verificou-se que, para as empresas pertencentes a cada um dos segmentos diferenciados da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), as previsões dos analistas são mais acuradas.

4.5.3 Modelo APIA (3)

Por meio da utilização do modelo APIA (3), verificou-se se a acurácia da previsão individual dos analistas, mensurada de acordo com a literatura nacional e internacional (CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004a; MARTINEZ, 2005) e representada pela variável APIA, influencia positivamente a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, representada por

cada uma das dimensões do *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI_{disc}; BCGI_{board}; BCGI_{prop}; BCGI_{rights}).

Na Tabela 26, apresentam-se os testes de especificação para o modelo APIA (3), que indicaram a abordagem *pooled* como a mais apropriada.

- O teste de Breusch-Pagan não rejeitou a hipótese nula de que a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero, portanto, a abordagem *pooled* não foi rejeitada.
- Como o teste de Breusch-Pagan indicou a abordagem *pooled*, o resultado do teste de Hausman não foi considerado.

Tabela 26 – Testes de especificação para o modelo APIA (3)

	Estatística-Chi²	P-valor
Teste LM de Breusch-Pagan	0,86	0,3538
Teste de Hausman	0,06	1,0000

Nota: O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%) e ***(10%).

Na Tabela 27, são apresentados os resultados obtidos por meio da utilização do modelo APIA (3) pela abordagem *pooled*. Verifica-se que, apenas, a variável BCGI_{prop} apresentou valor estatisticamente significativo (5%), no entanto, um valor negativo (-0,1235). Esses resultados indicam que a dimensão da governança – estrutura de propriedade e controle – influencia negativamente a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

O resultado da estatística F, pela abordagem *pooled*, apresentou valor (3,37) significativo (1%), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. De modo que, ao analisar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro, observa-se que:

- A variável IDADE apresentou valor negativo e significativo (1%), indicando que quanto menor a idade da previsão (dias de antecedência da previsão em relação à divulgação do resultado real), maior a acurácia das previsões individuais. Essas evidências estão em

conformidade com os resultados obtidos por Clement (1999); Martinez (2004a); Martinez (2005);

- A variável EXPANAL apresentou valor negativo e significativo (10%), indicando que quanto menor a experiência do analista numa empresa específica, maior a acurácia. Essas evidências são contrárias àquelas encontradas por Martinez (2004a); Martinez (2005); Boff *et al* (2006);
- A variável TAMCOR apresentou valor positivo e significativo (5%), indicando que quanto maior o tamanho da corretora, maior a acurácia das previsões individuais dos analistas, conforme as evidências encontradas por Martinez (2004a); Martinez (2005); Boff *et al* (2006).

Tabela 27 - Resultados do modelo APIA (3)

Variável Dependente: APIA e Variável Independente: BCGI (Dimensões)			
	<i>Pooled</i>	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
CONS	-0,8484* (0,1912)	-0,8427* (0,1975)	-0,8484* (0,1912)
BCGIBOARD	0,0942 (0,0642)	-0,0175 (0,0923)	0,0942 (0,0642)
BCGIDISC	0,0131 (0,0500)	0,1140 (0,0844)	0,0131 (0,0500)
BCGIPROP	-0,1235** (0,0558)	-0,2868** (0,1211)	-0,1235** (0,0558)
BCGIRIGHTS	0,0425 (0,0483)	-0,0865 (0,1100)	0,0425 (0,0483)
Variáveis Controle			
IDADE	-0,0006* (0,0002)	-0,0007* (0,0002)	-0,0006* (0,0002)
EXPANAL	-0,0127*** (0,0073)	-0,0130*** (0,0078)	-0,0127*** (0,0073)
TAMCOR	0,0012** (0,0006)	0,0011*** (0,0006)	0,0012** (0,0006)
Dummy ANO	sim	sim	sim
Dummy SETOR	sim	-	sim
n. Obs.	2.352	2.352	2.352
Estatística-F	3,37*	2,28*	
Estatística-Chi ²			111,09*
R ² ajust.	3,89%	2,34%	19,32%

Nota: (1) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *(1%), **(5%) e ***(10%); (2) Para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o oposto; (3) Os valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes.¹¹⁸

Pelos resultados obtidos, não se confirmou a hipótese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é positivamente relacionada com a acurácia das

¹¹⁸ A tabela com os resultados completos do modelo estimado encontram-se no APÊNDICE 2 (Tabela 38).

previsões individuais dos analistas, pois verificou-se que a dimensão da governança – estrutura de propriedade e controle – influencia negativamente a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro e as demais dimensões do BCGI não foram estatisticamente significantes.

4.6 Resultados esperados versus resultados encontrados

No Quadro 15, apresenta-se uma síntese dos resultados encontrados em comparação com os resultados esperados, para cada um dos modelos utilizados.

Quadro 15 – Resultados esperados *versus* resultados encontrados

Hipótese	Modelo	Variável	Coefficiente Esperado	Abordagem Dados em Pannel	Coefficiente Encontrado
Ha	APCA_N (1)	BCGI	(+)	Efeitos Aleatórios	(+)
Ha	APCA_N (2)	DBOV_N1	(+)	Efeitos Fixos	não significativa
		DBOV_N2	(+)		não significativa
		DBOV_NM	(+)		(+)
Ha	APCA_N (3)	BCGI _{disc}	(+)	Efeitos Aleatórios	não significativa
		BCGI _{board}	(+)		(+)
		BCGI _{prop}	(+)		não significativa
		BCGI _{rights}	(+)		não significativa
Ha	APCA_I (1)	BCGI	(+)	Efeitos Aleatórios	(+)
Ha	APCA_I (2)	DBOV_N1	(+)	Efeitos Fixos	não significativa
		DBOV_N2	(+)		(+)
		DBOV_NM	(+)		não significativa
Ha	APCA_I (3)	BCGI _{disc}	(+)	Efeitos Aleatórios	não significativa
		BCGI _{board}	(+)		não significativa
		BCGI _{prop}	(+)		(+)
		BCGI _{rights}	(+)		(+)
Hb	APIA (1)	BCGI	(+)	<i>Pooled</i>	não significativa
Hb	APIA (2)	DBOV_N1	(+)	<i>Pooled</i>	(+)
		DBOV_N2	(+)		(+)
		DBOV_NM	(+)		(+)
Hb	APIA (3)	BCGI _{disc}	(+)	<i>Pooled</i>	não significativa
		BCGI _{board}	(+)		não significativa
		BCGI _{prop}	(+)		(-)
		BCGI _{rights}	(+)		não significativa

Nota: Para (+), coeficiente com sinal positivo e significativo; para (-), coeficiente com sinal negativo e significativo.

Pelos resultados apresentados no Quadro 15, verifica-se que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa tem uma influência positiva sobre a acurácia das previsões (do consenso e individuais) dos analistas de investimento do mercado brasileiro. No entanto, essa influência variou em função dos modelos utilizados.

Por meio da utilização dos modelos APCA_N (1) e APCA_I (1), o BCGI apresentou coeficiente positivo e significativo. Pela utilização do modelo APCA_N (3), apenas, a influência da dimensão composição e funcionamento do conselho de administração foi positiva. Já, por meio da utilização do modelo APCA_I (3), apenas, as dimensões – estrutura de propriedade e controle; e direitos dos acionistas – apresentaram coeficientes positivos e significantes. Essas evidências sugerem que os analistas podem estar levando em consideração, ao mesmo tempo, todas as dimensões (mecanismos e práticas diferenciadas) da governança corporativa, quando elaboram suas análises e previsões sobre os resultados futuros das empresas.

Pela utilização dos modelos APCA_N (2) e APCA_I (2), observou-se um impacto positivo, porém, isolado (em cada modelo), dos segmentos diferenciados da Bovespa, Novo Mercado e Nível 2, respectivamente. Essas evidências sugerem que quanto maior a exigência da Bovespa para adesão em um de seus segmentos diferenciados, maior o impacto dessas exigências na acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

No que se refere à acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento, apenas, por meio da utilização do modelo APIA (2), obteve-se influência positiva da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia dessas previsões. Mas, nesse modelo, todos os segmentos diferenciados da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) apresentaram coeficientes positivos e estatisticamente significantes. Essas evidências reforçam a importância da exigência da Bovespa governança para assegurar a exatidão dos resultados previstos pelos analistas individualmente.

Portanto, a partir dos resultados obtidos, há evidências de que a acurácia da previsão (do consenso e individual) dos analistas é influenciada pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa das empresas. No Quadro 16, apresenta-se o resumo dos resultados, de acordo com as hipóteses levantadas no trabalho e os modelos utilizados para testá-las.

Quadro 16 – Resultados obtidos para as hipóteses do trabalho.

	Hipóteses	Modelo	Resultados
Ha	A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é positivamente relacionada com a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro	APCA_N (1)	Confirmada
		APCA_N (2)	Confirmada Parcialmente
		APCA_N (3)	Confirmada Parcialmente
		APCA_I (1)	Confirmada
		APCA_I (2)	Confirmada Parcialmente
		APCA__ (3)	Confirmada Parcialmente
Hb	A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é positivamente relacionada com a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro	APIA (1)	Não Confirmada
		APIA (2)	Confirmada
		APIA (3)	Não Confirmada

Pelos resultados apresentados no Quadro 16, há evidências de que, na média do consenso e individualmente, os analistas assimilam o sinal (práticas diferenciadas de governança corporativa), emitido pelas empresas brasileiras, de forma positiva, levando a uma previsão de lucros mais acurada. Com base nesses resultados, as conclusões gerais sobre as hipóteses do estudo são as seguintes:

- Aceitação de Ha: A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é positivamente relacionada com a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.
- Aceitação de Hb: A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é positivamente relacionada com a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Assim sendo, a tese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa representa um sinal, emitido pelas empresas, ao mercado de capitais brasileiro, capaz de influenciar a acurácia das previsões feitas pelos analistas de investimento que atuam nesse mercado, foi confirmada.

Confirmou-se, também, que os sinais emitidos pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa podem representar parâmetros na mudança da probabilidade condicional que definem as crenças, tanto dos analistas na elaboração de suas previsões e recomendações, quanto dos investidores na escolha de seus investimentos.

5 CONCLUSÕES

5.1 Evidências e implicações

O objetivo geral deste trabalho foi investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Procurou-se investigar a acurácia com base nas previsões do consenso de analistas e nas previsões individuais.

Buscou-se essa relação, pois, de acordo com Bhat *et al* (2006), o estudo dos impactos da adoção de mecanismos e práticas de governança corporativa sobre as previsões dos analistas de mercado é um campo ainda inexplorado. Além disso, segundo Larcker *et al* (2007, p. 2), não há uma teoria consolidada a respeito da natureza complexa e multidimensional da governança corporativa ou uma base conceitual para selecionar as características relevantes de governança para incluir em um estudo empírico. Portanto, em virtude dessa necessidade de fundamentação teórica para a governança corporativa, foram utilizados os pressupostos da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973).

Sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, considerou-se a tese de que a governança corporativa representa um sinal, emitido pelas empresas, ao mercado de capitais, capaz de influenciar a acurácia das previsões dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Considerou-se que empresas dentro do mesmo ambiente contratual, institucional, cultural, possam ter incentivos para sinalizar, ao mercado, que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa e que os sinais emitidos, por meio dessa adoção, representam parâmetros na mudança da probabilidade condicional que definem as crenças, tanto dos analistas na elaboração de suas previsões e recomendações quanto dos investidores na escolha de seus investimentos.

A priori, as pesquisas nacionais e internacionais sobre governança corporativa têm constatado que as empresas buscam sinalizar, para o mercado, por meio da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, características como: transparência; proteção aos investidores; qualidade, integridade e credibilidade informacional; maior valor de mercado

das ações; maior controle e monitoramento das ações dos gestores; menor volatilidade das ações; menor custo de capital e de captação, melhor desempenho operacional; pagamento de mais dividendos; menor incerteza acerca dos resultados futuros; facilidade de acesso a mercados estrangeiros; entre outras.

Como *proxies* para adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, no Brasil, foram utilizados: (1) o *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI), índice brasileiro de governança corporativa, desenvolvido por Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008); (2) os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado); e (3) as quatro dimensões do BCGI: *disclosure*, estrutura de propriedade e controle (*ownership structure and control*), composição e funcionamento do conselho de administração (*board composition and functioning*) e direitos dos acionistas (*shareholders rights*).

A acurácia das previsões (do consenso e individuais) dos analistas de investimento do mercado foi mensurada, a partir de metodologias propostas na literatura nacional (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004a; 2005; 2007b) e internacional (CLEMENT, 1999; DURU e REEB, 2002; LANG e LUNDHOLM, 1996; BHAT et al, 2006; BYARD et al, 2006). O termo acurácia, nesta tese, representou a proximidade dos resultados previstos pelos analistas com os resultados reais obtidos pela empresas em cada período analisado.

O relacionamento entre acurácia das previsões (do consenso e individuais) dos analistas e adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa foi testado, alternando-se as variáveis dependentes, independentes, de controle, os modelos e os métodos de estimação.

Nos modelos APCA_N (1) e APCA_I (1), o BCGI apresentou coeficiente positivo e significativo. Por meio da utilização do modelo APCA_N (3), apenas, a influência da dimensão composição e funcionamento do conselho de administração foi positiva. Já, utilizando o modelo APCA_I (3), apenas, as dimensões – estrutura de propriedade e controle; e direitos dos acionistas – apresentaram coeficientes positivos e significantes. Esses resultados sugerem que os analistas podem estar considerando, ao mesmo tempo, todas as dimensões (mecanismos e práticas diferenciadas) da governança corporativa, quando elaboram suas análises e previsões sobre os resultados futuros das empresas.

Pela utilização dos modelos APCA_N (2) e APCA_I (2), observou-se um impacto positivo, porém, isolado (em cada modelo), dos segmentos diferenciados da Bovespa, Novo Mercado e Nível 2, respectivamente. Esses resultados fornecem evidências de que quanto maior a exigência da Bovespa para adesão em um de seus segmentos diferenciados, maior o impacto dessas exigências na acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

No que se refere à acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento, apenas, por meio da utilização do modelo APIA (2), obteve-se influência positiva da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia dessas previsões. Mas, nesse modelo, todos os segmentos diferenciados da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) apresentaram coeficientes positivos e estatisticamente significantes. Essas evidências reforçam a importância da exigência da Bovespa governança para assegurar a exatidão dos resultados previstos pelos analistas individualmente.

De acordo com a abordagem da Teoria da Sinalização de Spence (1973), caso não houvesse nenhuma correlação entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa (considerada como um sinal positivo) e a acurácia da previsão dos analistas de investimento, então, poderia remeter-se à idéia de que a governança nunca poderia ser considerada um sinal eficaz, no sentido de se converter em informações úteis para o mercado, em especial, para analistas de investimento e investidores. Pois, não existiriam diferenças entre as empresas que investem em governança e as que não investem.

Entretanto, a partir dos resultados obtidos, percebe-se que há evidências, no Brasil, de que a acurácia da previsão (do consenso e individual) dos analistas é influenciada positivamente pelas práticas diferenciadas de governança corporativa adotadas pela empresas e que os analistas de investimento podem estar assimilando o sinal (práticas diferenciadas de governança corporativa), emitido pelas empresas brasileiras, levando a uma previsão de lucros mais acurada.

Verificou-se que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa representa um sinal positivo, capaz de influenciar a acurácia das previsões, tanto do consenso quanto individuais, dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Além disso, esses sinais

podem representar parâmetros na mudança da probabilidade condicional que definem as crenças, tanto dos analistas na elaboração de suas previsões e recomendações quanto dos investidores na escolha de seus investimentos. As evidências encontradas reafirmam a utilidade da governança corporativa para os analistas de investimento do mercado brasileiro.

Confirmaram-se, portanto, as hipóteses de que:

Ha: A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é positivamente relacionada com a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Hb: A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é positivamente relacionada com a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

A tese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa representa um sinal, emitido pelas empresas, ao mercado de capitais brasileiro, capaz de influenciar a acurácia das previsões feitas pelos analistas de investimento que atuam nesse mercado, foi confirmada.

Assim, como nas pesquisas de Chiang e Chia (2005), Bhat *et al* (2006) e Byard *et al* (2006), encontrou-se uma relação entre a governança e a acurácia das previsões dos analistas. Pelos resultados encontrados, no mercado brasileiro, pode-se levantar um conjunto de evidências relacionadas à influência da adoção de práticas diferenciadas sobre a acurácia das previsões dos analistas de investimento, descritas a seguir.

Existe uma conciliação entre a Teoria da Sinalização e a governança corporativa, que sustenta a afirmação de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pode, de fato, representar um sinal, no mercado brasileiro, capaz de assegurar a qualidade informacional e de influenciar positivamente a atividade dos analistas de investimento, especificamente, a acurácia de suas previsões.

Pela confirmação da tese de que a governança influencia positivamente a acurácia das previsões dos analistas, acredita-se que os investidores, que baseiam suas decisões de

investimento nessas previsões, sejam os principais interessados e beneficiados por essa relação, pois estes investidores mudam suas distribuições de probabilidades em função da acurácia apresentada pelos analistas em suas previsões.

Assim como Farber (2005), Klein (2006), Galdi (2008) e Lopes (2008), verificou-se que a governança corporativa pode ser considerada uma fonte de informação, pois ela afeta positivamente a qualidade dos números contábeis reportados, que são relevantes e significantes na previsão de lucros futuros. Há evidências de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa confere qualidade (confiabilidade e relevância) aos lucros reportados e estes passam a ser bons indicadores da *performance* operacional futura e a refletir, ano após ano, o valor intrínseco da empresa (DECHOW e SCHRAND, 2004), favorecendo a acurácia das previsões feitas pelos analistas de investimento do mercado brasileiro, ou seja, favorecendo a exatidão dos resultados previstos.

Quando a empresa sinaliza mais informação para os *outsiders*, ela tende a eliminar a assimetria de informação (CHIANG e CHIA, 2005). Assim sendo, a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa reduz a assimetria informacional, reduz a incerteza sobre o futuro e pode contribuir para o aumento da confiança dos analistas e/ou investidores na empresa, além de favorecer a liquidez do mercado (BROWN e CAYLOR, 2004). É possível, também, que a adoção das melhores práticas de governança possa garantir que não haja o comprometimento do volume de negócios realizados no mercado.

A governança corporativa pode ser considerada um instrumento útil para seus usuários, em especial, para os analistas de investimento do mercado e investidores, pois representa uma tentativa, por parte das empresas, de comunicar, ao mercado, suas informações privadas de um modo crível. Além disso, algumas empresas brasileiras podem ter incentivos (tais como: menor custo de capital e de captação; facilidade de acesso a fontes externas de capital para financiar oportunidades de crescimento, principalmente, acesso a mercados estrangeiros; aumento do valor de mercado) para sinalizar que possuem arranjos superiores de governança e têm compromisso em não expropriar o valor dos acionistas e dos novos investidores. Ressalta-se, entretanto, que as empresas que não compartilham de tais incentivos, para produzir informações de boa qualidade, deveriam receber atenção especial dos auditores e órgãos reguladores (LOPES, 2008).

Foram encontradas evidências de que os arranjos de governança corporativa, adotados pelas empresas, conferem maior eficácia às previsões (do consenso e individuais) dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Dessa forma, sugere-se que a adoção de práticas diferenciadas de governança por empresas brasileiras seja valorizada por analistas e, conseqüentemente, por investidores, conforme sugere Farber (2005) a partir de evidências encontradas no mercado americano.

Mesmo com a utilização de dois diferentes modelos de acurácia para as previsões do consenso (de acordo com a literatura nacional e internacional), a governança corporativa apresentou influência positiva sobre a exatidão dos resultados previstos pelos analistas. Verificou-se que o BCGI demonstrou influência positiva sobre a acurácia das previsões do consenso de analistas e que todas as dimensões da governança corporativa (*disclosure*, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, e direitos dos acionistas) juntas, no BCGI, mostraram-se mais significativas do que individualmente. Esses resultados sugerem que os analistas levam em consideração, em suas análises e previsões sobre os resultados futuros, todas as dimensões (mecanismos e práticas diferenciadas) da governança corporativa, ao mesmo tempo.

Entretanto, verificou-se que as dimensões da governança – composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, e direitos dos acionistas – têm uma influência positiva na acurácia das previsões do consenso de analistas do mercado brasileiro. Essas evidências, encontradas no mercado brasileiro, podem interessar, principalmente, aos acionistas minoritários que reclamam por seus direitos e por proteção contra a expropriação dos majoritários. Além disso, as evidências estão de acordo com estudo realizado pela Standard & Poor's (ARAÚJO e ESPOSITO, 2004, p. 1), que verificou que “o estabelecimento do Novo Mercado e as mudanças na lei enfatizaram a promoção da dispersão de propriedade, melhor *disclosure* e transparência e a proteção aos direitos dos acionistas minoritários”.

Por meio da utilização dos níveis diferenciados de governança da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), percebeu-se que quanto maior a exigência do segmento, maior o impacto na acurácia das previsões. Na análise da acurácia das previsões do consenso de analistas de investimento, observou-se um impacto positivo e significativo dos segmentos Nível 2 e Novo Mercado da Bovespa.

Na análise da acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento, foi observado um impacto positivo e significativo de todos os segmentos diferenciados da Bovespa. Os analistas, individualmente, parecem levar em consideração os segmentos especiais da Bovespa, ao acompanhar as empresas e emitir suas previsões acerca dos resultados futuros das empresas presentes nestes segmentos.

Existem evidências de que empresas, também, têm incentivos para se destacar em um país como o Brasil, que possui características de ser um país com: tradição legal no código romano (*code law*); influência dos órgãos reguladores no estabelecimento de regras contábeis; modelo contábil continental; ambiente contábil e institucional fracos; sistema judiciário lento e ineficiente; alta participação do estado na economia; baixo *enforcement* legal; alta concentração acionária; sistema financeiro orientado para o crédito; fraca proteção ao acionista; forte relação entre a contabilidade tributária e financeira; estrutura de governança fraca, em geral; mas, com grandes oportunidades de investimento para as empresas brasileiras. As empresas em tais situações hostis podem se diferenciar para conseguir governança superior e relatórios mais informativos, no mesmo nível, geralmente, encontrado em países desenvolvidos. Além disso, podem proporcionar maior acurácia às previsões dos analistas.

Esses resultados ressaltam a importância das recomendações da Bovespa, da CVM, do Banco Mundial e do IBCG sobre a necessidade da adoção, de fato, de práticas diferenciadas de governança corporativa. De acordo com o IBGC (2009), o segmento de Nível 1 caracteriza-se por exigir práticas adicionais de liquidez das ações e *disclosure*; as empresas do Nível 2 têm por obrigação práticas adicionais relativas aos direitos dos acionistas e conselho de administração; e o Novo Mercado diferencia-se pela exigência para emissão exclusiva de ações com direito a voto. As evidências encontradas, neste trabalho, suportam a idéia de que as empresas que aderem aos segmentos Nível 2 e Novo Mercado possam apresentar como resultado esperado, redução das incertezas no processo de avaliação, investimento e de risco, aumento de investidores interessados e, conseqüentemente, o fortalecimento do mercado acionário, trazendo benefícios para investidores, empresas, mercado de capitais e Brasil.

Além disso, o crescimento do mercado brasileiro, o aumento de novas empresas listando seu capital na Bovespa, o aumento do número de investidores e o aumento do volume de

investimentos negociados na Bovespa¹¹⁹ reforçam a relevância da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa. Como a adoção dessas práticas reduz a assimetria informacional no mercado, possibilitando que os agentes financeiros tenham, ao mesmo tempo, informações de qualidade¹²⁰, pode-se supor que os arranjos de governança venham, também, favorecer a eficiência do mercado, pois as informações e expectativas estariam refletidas corretamente e imediatamente nos preços dos ativos.

Também, verificou-se que quando os analistas de investimento confiam nas informações que são divulgadas e identificam boas oportunidades de investimento, eles acompanham os resultados da empresa. Essa confiança no sinal (práticas diferenciadas de governança corporativa), emitido pelas empresas, leva a previsões de lucros mais acuradas.

Há evidências de que os analistas procuram cobrir as empresas com melhor nível de ambiente informacional, com o intuito de realizar previsões sobre os resultados futuros e recomendar operações de compra, venda ou manutenção de ações. Quando a governança tem uma influência positiva sobre a acurácia das previsões do consenso, a quantidade de analistas que acompanham a empresa, também, é maior. Essas evidências são consistentes com a afirmação de Lang e Lundholm (1986) de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, por parte das empresas, atrai um número maior de analistas e, conseqüentemente, maior será a acurácia de suas previsões.

Na relação existente entre os mecanismos de governança corporativa e a acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro, percebeu-se que os analistas, também, atuam como intermediários financeiros e redutores de assimetria informacional e desempenham papel de favorecer a alocação eficiente dos recursos, corroborando com Healy e Palepu (2001).

De um modo geral, as evidências encontradas sugerem que as normas, regulamentos e/ou recomendações, para a adoção de boas práticas de governança, por instituições como IBGC¹²¹, CVM, Bovespa, SPC, SUSEP, BNDES, FMI, Banco Mundial, de fato, trazem

---

¹¹⁹ De acordo com dados da Bovespa (2009), o volume total negociado, em 2000, foi de aproximadamente R\$ 185.190,60 milhões, e, em 2008, de R\$ 1.375.848,10 milhões.

¹²⁰ Relevantes e confiáveis.

¹²¹ Em setembro de 2009, o IBGC lançou a 4ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que traz novidades e mudanças, no que diz respeito: à facilitação do acesso às assembléias; aos

benefícios para o mercado brasileiro. Os resultados encontrados demonstraram que a adoção de boas práticas de governança tem um impacto positivo no mercado, em especial, para analistas e investidores.

Quando se observa que a governança tem um impacto sobre a acurácia das previsões dos analistas, essas evidências demonstram uma aderência entre as necessidades informacionais do mercado com o conteúdo das normas, regulamentos e/ou recomendações emitidos. Pois, a adoção de práticas diferenciadas de governança possibilita a redução da assimetria informacional e dos conflitos de interesses.

Corroborando com o *Audit Committee Institute* (2007), percebe-se que a governança corporativa, além de ter importância para investidores e para analistas de mercado, no processo de avaliação e valorização das empresas, pode também ser importante e ter implicações positivas para outros agentes que atuam no mercado de capitais brasileiro.

As evidências encontradas podem interessar à AMEC – Associação de Investidores no Mercado de Capitais, uma vez que atua na defesa dos direitos dos acionistas minoritários em companhias abertas. Para a AMEC, principalmente, no que diz respeito à transparência de informações sobre contingências regulatórias, trabalhistas e ambientais, a governança pode representar um instrumento de defesa dos minoritários e de redução da assimetria de informações (GREGÓRIO, 2009).

A APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais¹²² – também pode considerar as evidências encontradas como importantes, uma vez que se estudou a influência da governança sobre a acurácia das previsões dos analistas de investimento. Além disso, como a APIMEC tem, dentre outros objetivos, o de posicionar-se e/ou sugerir medidas que atualizem e melhorem as regras dos mercados financeiros e de capitais, as evidências desta tese podem contribuir para que a APIMEC reforce e sugira, aos

---

mecanismos de proteção à tomada de controle; a um maior detalhamento do componente da governança – conselho de administração; e à divulgação de informações sobre a remuneração de executivos, conselheiros de administração (IBGC, 2009). Todas essas mudanças e recomendações sobre a adoção de novas práticas de governança visam o desenvolvimento do mercado de capitais e podem representar uma interação maior entre as empresas e os seus *stakeholders*.

¹²² Entidade que promove o desenvolvimento do analista do mercado de capitais, zela pela prática de padrões éticos de conduta profissional e pelo aprimoramento técnico dos profissionais da área, em busca de melhoria da eficiência do sistema e da maior transparência possível do mercado.

analistas de mercado, que eles passem a considerar a governança em suas análises, caso ainda não o façam.

Acredita-se que os resultados, também, contribuam com a atuação do IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores, que segue as boas práticas de Governança Corporativa e acredita que o profissional de Relações com Investidores (RI) tem papel fundamental na implementação das práticas de Governança Corporativa das empresas, além de entender que essas práticas minimizam os riscos e favorecem a sustentabilidade da entidade.

As evidências encontradas estão em consonância com as cinco práticas ou pressupostos básicos: transparência, prestação de contas, equidade, meritocracia, sustentabilidade, recomendados, às empresas de capital aberto pela ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas, que também participa no processo de revisão das normas dos três níveis diferenciados de governança da Bovespa e reconhece a importância da adesão das empresas no Novo Mercado, em virtude da segurança aos investidores, e que essas práticas viabilizam o crescimento das empresas no longo prazo. Além disso, a ABRASCA está desenvolvendo um código de auto-regulação, que buscará disseminar para as empresas, a ela associadas, diversas práticas de governança corporativa.

Pelas evidências de que a governança influencia positivamente a acurácia das previsões dos analistas, é possível inferir que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, por parte das empresas auditadas, possa ter influência na qualidade dos pareceres elaborados e emitidos pelos auditores independentes. Considerados como agentes para minimizar riscos dos investidores, os auditores independentes devem auditar e atestar a veracidade dos demonstrativos financeiros anuais das empresas de capital aberto, entretanto, assumem responsabilidades pelos pareceres elaborados, além de estarem sujeitos a sanções administrativas por atos dolosos e culposos no mercado de valores mobiliários. Desse modo, as evidências sugerem que seja possível que quanto maior a qualidade e a credibilidade conferida às informações divulgadas pelas empresas, em função da governança, melhor a qualidade dos pareceres emitidos pelos auditores e, conseqüentemente, menores os riscos dos investidores.

Os gestores das empresas, ao perceberem o interesse dos analistas de investimento em acompanhar empresas que adotem práticas diferenciadas de governança corporativa, também, podem ser motivados a agir com transparência e a divulgar informações de qualidade, dentro dos prazos legais; e a manter um canal de comunicação para atender as demandas de analistas, investidores e outros usuários.

Estendendo as implicações da governança corporativa, é possível que as evidências desta tese possam interessar a bancos, instituições e associações de investimento, agências de *rating*, corretoras de valores mobiliários, fundos de pensão, *private equities* e outros intermediários financeiros, que, assim como os analistas de investimento, também dependem das informações divulgadas pelas empresas.

Destaca-se que, ao adotarem práticas diferenciadas de governança corporativa, as empresas brasileiras buscam um alinhamento entre os interesses da administração com os interesses dos analistas, investidores, acionistas e mercado, aumentando a legitimidade das informações divulgadas e favorecendo o desenvolvimento do mercado brasileiro. Ademais, a institucionalização das práticas de governança corporativa, por meio de recomendações, normas e/ou regras, torna-se um padrão de conduta imposto pela necessidade de maior transparência, eficiência e responsabilidade dos agentes no âmbito do mercado brasileiro.

5.2 Limitações da pesquisa

A fim de analisar as evidências encontradas neste estudo, algumas limitações de pesquisa devem ser consideradas, dentre elas, destaca-se o número limitado de empresas brasileiras de capital aberto acompanhadas por analistas de mercado e disponíveis no sistema da *Thomson ONE Analytics®*. Portanto, a amostra foi selecionada de forma intencional e não probabilística, entre aquelas empresas que eram acompanhadas por analistas e estavam disponíveis na base de dados do sistema *Thomson ONE Analytics®*, de forma que os resultados da pesquisa não podem ser generalizados para a população como um todo. As evidências se referem à amostra de trabalho utilizada.

Ademais, vale destacar que parte dos resultados obtidos foi baseada nos *scores* do *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI) e de suas dimensões, que serviram de *proxies* para a adoção de práticas diferenciadas de governança pelas empresas brasileiras. Bhagat *et al* (2007) e Larcker *et al* (2007) chamam a atenção para os problemas advindos da utilização de índices de governança que tentam condensar, em um único número, as múltiplas dimensões da governança.

Outra limitação da pesquisa foi a repetição do mesmo *score* do BCGI, para cada uma das empresas que compuseram a amostra, nos períodos t e $t+1$. Ou seja, a fim de ampliar o período da amostra, o *score* do BCGI apurado para o ano de 2000 foi o mesmo utilizado para o ano de 2001.

Além disso, todas as evidências e resultados encontrados, neste trabalho, foram baseados nas métricas utilizadas para definir a acurácia das previsões do consenso e individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

O estudo está centrado na investigação da influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões (do consenso e individuais) dos analistas, considerando as variáveis utilizadas nos modelos, portanto, a influência de outros fatores, além dos explicitados, foi desconsiderada.

Apesar das limitações apresentadas, espera-se que elas não invalidem as evidências levantadas por este trabalho, uma vez que são consistentes e apresentam similaridade com as evidências encontradas na literatura internacional por Chiang e Chia (2005), Bhat *et al* (2006) e Byard *et al* (2006).

5.3 Sugestões para pesquisas futuras

Acredita-se que este trabalho, que investigou a relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas, possa ser ampliado em várias direções, pois ainda existem muitas questões a serem investigadas sobre o tema. Por isso, em futuras pesquisas, sugere-se:

- Utilizar outras *proxies* de governança corporativa e verificar o comportamento da acurácia da previsão dos analistas.
- Analisar a intensidade do sinal de governança corporativa emitido pelas empresas.
- Investigar, junto aos analistas de investimento do mercado, se eles incorporam, de fato, em suas análises, componentes da governança corporativa, além de verificar a demanda pela quantidade e pelo tipo de informação sobre a governança corporativa.
- Verificar e analisar a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa nas recomendações (compra, manutenção e venda) feitas pelos analistas de investimento do mercado brasileiro.
- Baseando-se no contexto de assimetria informacional, supõe-se que, em empresas com boa governança corporativa, o retorno anormal será menor, no entanto, nas empresas com governança precária existe a possibilidade de retornos anormais maiores. Portanto, seria interessante investigar se a adoção de práticas diferenciadas de governança implica em maior acompanhamento (cobertura) de analistas, em menor a assimetria informacional e em menor probabilidade de ganhos anormais.
- Aplicar os pressupostos da Teoria da Sinalização sob outros aspectos da governança corporativa e considerando outras de suas dimensões.
- Investigar a importância e verificar a influência da governança para bancos, instituições de investimento, agências de *rating*, fundos de pensão e *private equities*, no processo de avaliação e valorização das empresas.
- Verificar se mais custos com adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa (sinalização) implicam em menores níveis de assimetria informacional (na relação agente e principal) e, por sua vez, verificar se menores seriam os riscos dos investidores.
- Analisar a relação entre a governança corporativa, qualidade dos pareceres emitidos pelos auditores e riscos dos investidores.
- Verificar se a governança corporativa influencia na eficiência do mercado brasileiro.
- Investigar se a adoção de práticas diferenciadas de governança tem relação com o volume de negócios realizados no mercado brasileiro e com o aumento da participação dos investidores na Bovespa.

Assim, ao demonstrar os benefícios diretos e indiretos da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, por parte das empresas brasileiras, espera-se que as evidências encontradas neste trabalho possam trazer contribuições para a literatura nacional e internacional, a respeito de governança corporativa e previsão de analistas, mas, também, para o mercado de capitais brasileiro (analistas, investidores, auditores, bancos, instituições de investimento, agências de *rating*, fundos de pensão, órgãos reguladores, associações, bolsas de valores, próprias empresas, gestores, dentre outros).

REFERÊNCIAS

ABARBANELL, Jeffery. Do Analysts' earnings forecasts incorporate information in prior stock price changes? **Journal of Accounting and Economics**, v. 14, p. 147-165, 1991.

ABARBANELL, Jeffery; BERNARD, V. Test of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior. **Journal of Finance**, n. 47, p. 1181-1207, 1992.

ABARBANELL, Jeffery; LEHAVY, Reuven. An Explanation for why prior stock returns and analysts' earnings forecast revisions predict earnings management and forecast errors. **Working Paper**. 2003a. Disponível em: <<http://webuser.bus.umich.edu/rlehavy/ALBiasExplanation05-23-03.pdf>>. Acesso em: 18 ago. 2008.

_____. _____. Biased forecasts or biased earnings? The role of reported earnings in explaining apparent bias and over/under reaction in analysts' earnings forecasts. **Journal of Accounting and Economics**, v. 36, p. 105-146, 2003c.

_____. _____. Can stock recommendations predicts earnings management and analysts' earnings forecast errors? **Journal of Accounting Research**, v. 41, n. 1, p. 1-31, 2003b.

ABARBANELL, Jeffrey S.; BUSHEE, Brian J. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. **Journal of Accounting Research**, v. 35, n. 1, p. 1-24, 1997.

AKERLOF, George. The Market for 'lemons': qualitative uncertainly and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, p. 488-500, 1970.

ALENCAR, Roberta Carvalho de. Custo de capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. **BBR. Brazilian Business Review**, Vitória, v. 2, n.1, p. 1-12, 2005.

ALENCAR, Roberta Carvalho de. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 2007. Tese [Doutorado em Controladoria e Contabilidade] – Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), 2007.

ALI, Ashiq; HWANG, Lee-Seok. Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. **Journal of Accounting Research**, v. 38, n. 1, p. 1-21, 2000.

AMBARISH, Ramasastry et al. Efficient signalling with dividends and investments. **The Journal of Finance**, v. 42, n. 2, p. 321-343, 1987.

ANTUNES, Gustavo Amorim; MENDONÇA; Mark Miranda de. Impacto da adesão aos níveis de governança da Bovespa na qualidade de informação contábil: uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 2., 2008, Salvador (BA). **Anais...Salvador: ANPCONT**, 2008. 1 CD-ROM.

APIMEC. **Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais**. Código de Ética e Padrões de Conduta Profissional dos Profissionais de Investimento. 2009. Disponível em: <<http://www.apimec.com.br>>. Acesso em: 24 set. 2009.

ARAÚJO, Daniel; ESPOSITO, Andrea. **Country governance study**. STANDARD & POOR'S, 2004. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com>>. Acesso em: 02 fev. 2008.

AUDIT COMMITTEE INSTITUTE. 2º Estudo sobre as melhores práticas de governança corporativa no Brasil e nos Estados Unidos – 2007 Base – Relatório Anual 20-F. **Risk Advisory Services, KPMG**, Brasil, 2007. Disponível em: <http://www.kpmg.com.br/publicacoes/advisory/ras/iarcs/KPMG_Estudo_20F_2007_Final.pdf>. Acesso em: 02 fev. 2008.

AUDIT COMMITTEE INSTITUTE. Governança no mercado de ações. **KPMG Business Magazine**, n. 11, 2008. Disponível em: <http://www.kpmg.com.br/aci/publicacoes/2008/13_Mesa_Debates_Resultado.pdf>. Acesso em: 02 fev. 2008.

BALL, Ray et al. The Effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, n. 29, p. 1-51, 2000.

BARBER, Brad et al. Are All brokerage houses created equal? Testing for systematic differences in the performance of brokerage houses stock recommendations. **Working Paper**. 2000. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.15.9732>>. Acesso em: 13 maio 2008.

_____ et al. Can investors profit from the prophets? Security analysts recommendations and stock returns. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 2, p. 531-563, 2001.

_____ et al. Buys, holds and sells: the distribution of investment banks' stock ratings and the implications for the profitability of analysts' recommendations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 41, p. 87-117, 2006.

BARONTINI, Roberto; SICILIANO, Giovanni. Equity prices and the risk of expropriation: an analysis of the italian stock market. **Working Paper**. EFMA 2004 Basel Meetings Paper; ECGI - Finance Working Paper, n. 24, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=443220>>. Acesso em: 14 ago. 2008.

BARTH, Mary E.; HUTTON, Amy P. Analyst earnings forecast revisions and the pricing of accruals. **Working Paper**, n. 03-02, Stanford University. GSB Research Paper No. 1693R, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=376841>>. Acesso em: 13 maio 2008.

BAR-YOSEF, Sasson; LIVNAT, Joshua. Auditor selection: an incentive signaling approach. **Accounting and Business Research**, 1984.

BAUER, Rob et al. Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance. **Working Paper**. EFMA 2004 Basel Meetings Paper. 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=444543>>. Acesso em: 31 jul. 2008.

BEAVER, William H. Financial Reporting, **The Accounting Revolution**, N.J.: Prentice Hall Englewood Cliffs, 1981.

_____. Perspectives on recent capital market research. **The Accounting Review**, v. 2, p. 453-474, 2002.

_____. The Information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1968, p. 67-92, 1968.

BEBCHUK, Lucian Arye et al. What matters in corporate governance? **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 2, p. 783-827, 2009.

BERLE, Adolph; MEANS, Garnier. **The Modern corporation and private property**. New York: Macmillan Publishing Co., 1932.

BHAGAT, Sanjai et al. The Promise and peril of corporate governance indices. **Working Paper**. ECGI, n. 89, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1019921>>. Acesso em: 31 jul. 2008.

BHAT, Gauri et al. Does Corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecast? **Accounting and Finance**, v. 46, p. 715-732, 2006.

BHATTACHARYA, Sudipto. Imperfect information, dividend policy and the “bird in the hand” fallacy. **Bell Journal of Economics**, 1979.

BHOJRAJ, Sanjeev; SENGUPTA, Partha. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. **Journal of Business**, v. 76, p. 455-475, 2003.

BISHOP, William. “Is He married?” marriage as information. **University of Toronto Law Journal**, v. 34, p. 245-263, 1984.

BLACK Bernard et al. Does Corporate governance predict firm's market values? evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.

BLACK, Bernard. The Corporate governance behavior and market value of russian firms. **Emerging Markets Review**, v. 2, p. 89-108, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=263014>>. Acesso em: 25 jan. 2008.

BOFF, Luiz Henrique *et al.* Um Estudo da diversidade e padronização da utilização de informações por analistas de investimento na avaliação de empresas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO, 26., 2002, Salvador (BA). **Anais...** Salvador: ANPAD, 2002. 1 CD-ROM.

BOFF, Luiz Henrique *et al.* O Uso de informações por analistas de investimento na avaliação de empresas: à procura de padrões. **RAC. Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 4, p. 169-192, 2006.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRAO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos da governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 111-148, 2005.

BOVESPA. **Bolsa de Valores de São Paulo**. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>.

BRAINARD, S. L.; MARTIMORT, D. Strategic trade policy design with asymmetric information and public contracts, **Review of Economic Studies**, v. 63, p. 81-105, 1996

BRASIL. Instrução CVM n. 388, de 30/04/03. **Comissão de Valores Mobiliários**, 2003.

_____. Instrução CVM n. 59, de 12/12/86. **Comissão de Valores Mobiliários**, 1986.

_____. Lei n. 10.303, de 31/10/01. **Diário Oficial – República Federativa do Brasil**: Poder Executivo. Brasília, DF, 2001.

_____. Lei n. 11.101, de 09/02/05. **Diário Oficial – República Federativa do Brasil**: Poder Executivo. Brasília, DF, 2005.

_____. Lei n. 11.638, de 28/12/07. **Diário Oficial – República Federativa do Brasil**: Poder Executivo. Brasília, DF, 2007.

_____. Lei n. 11.941, de 27/05/09. **Diário Oficial – República Federativa do Brasil**: Poder Executivo. Brasília, DF, 2009.

_____. Lei n. 6.385, de 07/12/76. **Diário Oficial – República Federativa do Brasil**: Poder Executivo. Brasília, DF, 1976.

_____. Lei n. 6.404, de 15/12/76. **Diário Oficial – República Federativa do Brasil**: Poder Executivo. Brasília, DF, 1976.

_____. Lei n. 9.457, de 05/05/1997. **Diário Oficial – República Federativa do Brasil**: Poder Executivo. Brasília, DF, 1997.

BROWN, L. et al. An evaluation of alternative proxies for the market's expectation of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v.9, p. 159-193, 1987.

BROWN, Lawrence D.; CAYLOR, Marcus L. Corporate governance and firm performance. **Working Paper**. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=586423>>. Acesso em 31 jul. 2008.

BROWN, Lawrence. Analyst forecasting errors: additional evidence. **Financial Analysts Journal**, v. 53, p. 81-88, 1997.

BROWN, Lawrence. Analysts forecast errors and their implications for security analysis: an alternative perspective. **Financial Analysts Journal**, v. 52, n. 1, p. 40-47, 1996.

BROWN, Lawrence. Managerial behavior and the bias in analysts' earnings forecasts. **Working Paper**. 1998. Geórgia State University. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=113508>>. Acesso em 04 set. 2008.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 237-333, 2001.

BUSHMAN, Robert M. Firm characteristics and analyst following. **Journal of Accounting and Economics**, v. 11, p. 255-274, 1989.

BUSHMAN, Robert M. et al. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, p. 167-201, 2004.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Transparency, financial, accounting information and corporate governance. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, p. 65-87, 2003.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J.; PIOTROSKI, Joseph. Insider trading restrictions and analysts' incentives to follow firms. **Journal of Finance**, v. 60, p. 35-66, 2005.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J.; PIOTROSKI, Joseph. What determines corporate transparency? **Journal of Accounting Research**, v. 42, p. 207-252, 2004b.

BYARD, Donal; LI, Ying; WEINTROP, Joseph. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. **Journal of Accounting and Economics**, n. 25, p. 609-625, 2006.

CHIANG, Hsiang-tsai; CHIA, Feng. Analyst's financial forecast accuracy and corporate transparency. **Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies**, Memphis, v. 10, n. 1, p. 9-14, 2005.

CHUNG, K. H.; JO, H. The impact of security analysts' monitoring and marketing functions on the market value of firms. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 4, p. 493-512, 1996.

CLEMENT, M. Analyst forecast accuracy: do ability, resources, and portfolio complexity matter? **Journal of Accounting and Economics**, v. 27, p. 285-303, 1999.

COASE, Ronald H. The nature of the firm. 1937. In: WILLIAMSON, Oliver E.; MASTEN, Scott E. **The economics of transaction costs**. Northampton: Edward Elgar Publishing, 1999.

COLLIE, David R.; HVIID, Morten. International procurement as a signal of export quality. **Economic Journal**, Royal Economic Society, v. 111, n. 470, p. 374-90, 2001.

CONROY, Robert; HARRIS, Robert. Consensus forecasts of corporate earnings: analysts' forecasts and time series methods, **Management Science**, v. 33, n. 6, p. 725-738, 1987.

COWLES 3rd, Alfred. Can stock market forecasters forecast? **Econometrica**, v. 1, p. 309-324, 1933.

CVM. **Comissão de Valores Mobiliários**. 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários**. Recomendações da CVM sobre governança corporativa. 2002. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cartilha.pdf>>. Acesso em 25/08/2008.

_____. Portal do Investidor. **História do Mercado de Capitais do Brasil**. 2008. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Academico/EntendendooMercadodeValoresMobiliarios/HistoriadooMercadodeCapitaisdoBrasil/tabid/94/Default.aspx>>. Acesso em: 11 jun. 2008.

DECHOW, P.; HUTTON, A.; SLOAN, R. The relation between analysts' forecast of long-term earnings growth and stock price performance following equity offerings. **Contemporary Accounting Research**, v. 17, n. 1, p. 1-32, 2000.

DECHOW, Patricia M.; SCHRAND, Catherine M. **Earnings quality**. The Research Foundation of CFA Institute, 2004.

DESAI, H Hemang; LIANG Bing; SINGH Ajai K. Do all-stars shine? evaluation of analyst recommendations, **Financial Analyst Journal**, v. 56, n. 3, p. 20-29, 2000.

DESAI, Hemang; JAIN, Prem C. An analysis of the recommendations of the "superstar" money managers at barron's annual roundtable. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 4, p. 1257-1273, 1995.

DOIDGE, Craig et al. Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision. **Working Paper**. ECGI – Finance, n. 77/2005, 2006. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=668424>>. Acesso em: 02 nov. 2008.

DURNEV, Artyom; KIM, Han. **To steal or not to steal**: firm attributes, legal environment, and valuation. In: ANNUAL CONFERENCE ON FINANCIAL ECONOMICS AND ACCOUNTING (FEA), 14, AFA 2004. San Diego, Meetings, 2004.

DURU, A.; REEB, D. International diversification and analysts' forecast accuracy and bias. **The Accounting Review**, v. 77, n. 2, p. 415-433, 2002.

FAMÁ, Rubens et al. O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre o preço das ações: um estudo empírico no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 3, 2003. **Anais...** São Paulo: USP, 2003. 1 CD-ROM.

FARBER, Daniel A. Rights as signals. **Journal of Legal Studies**, v. 31 , n. 1 , p. 83-98, 2002.

FARBER, David B. Restoring trust after fraud: does corporate governance matter? **The Accounting Review**, v. 80, p. 539-561, 2005.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes et al. **Análise de dados - modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FERNANDES, Leandro Augusto Frata. **Estudo de métodos para extração de formas e realização de medidas a partir de imagens**. Trabalho [Pós-Graduação em Computação]. Porto Alegre – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2005.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Novo dicionário Aurélio da língua portuguesa**. Versão 5.0. Corresponde à 3. ed., 1. impressão da Editora Positivo, revista e atualizada do Aurélio Século XXI, O Dicionário da Língua Portuguesa, contendo 435 mil verbetes, locuções e definições. 2004.

FRANCO, Delano. Projeções de lucros sistematicamente exageradas: um estudo para o Brasil. **RBE. Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 56, n. 4, p. 591-603, 2002.

GALDI, Fernando Caio. **Estratégias de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso?** Tese [Doutorado em Controladoria e Contabilidade]. São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2008.

GILLAN, Stuart L. Recent developments in corporate governance: an overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, p. 381-402, 2006.

GILSON, Stuart C. et al. Conglomerate stock breakups and analyst specialization. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 3, 2001.

GLAZER, Amihai; KONRAD, Kai. A signaling explanation for private charity. **American Economic Review**, v. 86, n. 4, p. 1019-1028, 1996.

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

GREGÓRIO, Danilo. Missão completa. **Revista Capital Aberto**, n. 73, set. 2009.

GU, Zeus; WU, Joana. Earnings skewness and analyst forecast bias. **Journal of Accounting and Economics**, v. 35, p. 5-29, 2003.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

HAYNES, Paul; LEVINE, Carolyn. An approach to adjusting analysts' consensus forecast for selection bias. **Contemporary Accounting Research**, v. 17, n. 1, p. 61-83, 2000.

HEALY, Paul; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.

HOLTHAUSEN, Robert W. Testing the relative power of accounting standards versus incentives and other institutional features to influence the outcome of financial reporting in an international setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 36, p. 271-283, 2003.

IBGC. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. 2008. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 05 jun. 2008.

_____. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 13 set. 2009.

IPEA. **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**. 2008. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 28 maio 2008.

JACOB, J.; LYS, T.; NEALE, M. Expertise in forecasting performance of security analysts. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, p. 51-82, 1999.

JAFFE, J. F.; MAHONEY, J. M. The performance of investment newsletters, **Journal of Financial Economics**, v. 53, p. 289-307, 1999.

JENSEN, Michael C. **A theory of the firm**: governance, residual claims, and organizational forms. Harvard University Press, 2001. 320p.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

JONH, Kose; WILLIAMS, Joseph. Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium. **Journal of Finance**, 1985.

KIRMANI, A.; RAO, A. No Pain, no gain : a critical review of the literature on signaling unobservable product quality. **Journal of Marketing**, v. 64, p. 66-79, 2000.

KLAPPER; Leora; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Working Paper**, World Bank Policy Research, n. 2818, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=303979>>. Acesso em: 25 jan. 2008.

KLEIN, April. Audit committee, board of director characteristics and earnings management. **Working Paper**, NYU, Law and Economics Research Paper, n. 06-42, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=246674>>. Acesso em: 12 ago. 2008.

KLEIN, Linda Schmid; O'BRIEN Thomas J.; PETERS, Stephen R. Debt vs. equity and asymmetric information: a review. **The Financial Review**, v. 37, n. 3, p. 317-349, 2002.

KOTHARI, S. P. Capital market research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 105-231, 2001.

KREPS, David M. **Microeconomics for managers**. New York: W. W. Norton & Company, 2004.

LA PORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, Rafael et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000b.

LA PORTA, Rafael et al. Problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000a.

LA PORTA, Rafael et al. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LANG, Mark H.; LUNDHOLM, Russell J. Corporate disclosure policy and analyst behavior. **The Accounting Review**, v. 71, n. 4, p. 467-492, 1996.

LANG, Mark H.; LUNDHOLM, Russell J. Cross-sectional determinants of analysts rating of corporate disclosures. **Journal of Accounting Research**, v. 31, n. 2, p. 246-271, 1993.

LAPAN, H. E.; SANDLER, T. Terrorism and signaling. **European Journal of Political Economy**, v. 9, n. 3, p. 383-397, 1993.

LARCKER, David; RICHARDSON, Scott A.; TUNA, Irem A. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. **The Accounting Review**, v. 82, n. 4, p. 963-1008, 2007.

LEAL, Ricardo, P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André, L. Corporate governance and value in Brazil (and Chile). **Research Network Working Paper**, n. R-514, Coppead Graduate School of Business at the Federal University of Rio de Janeiro, 2005a.

_____.; _____. Corporate governance index, firma valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005b.

LELAND, Hayne E.; PYLE, David H. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 371-387, 1977.

LIM, T. Are analysts' forecasts optimistically biased? **Working Paper**. Dartmouth University. 1998.

LIN, Hsiou-wei; MCNICHOLS, Maureen. Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, n. 1, p. 101-127, 1998.

LOPES, Alessandro Broedel. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA**. Tese [Doutorado em Controladoria e Contabilidade]. São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2001.

_____. **The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil.** Thesis [Doctor of Philosophy Degree in the Faculty of Humanities]. Manchester Business School – University of Manchester, 2008.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade:** uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2007.

LOPES, Alexsandro Broedel; WALKER, Martin. Firm-Level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: An Experiment in Brazil. **Working Paper.** 2008. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=1095781>>. Acesso em: 25 mar. 2008.

MARTINEZ, Antônio Lopo. **Analisando os analistas:** estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto. Tese [Doutorado em Administração de Empresas]. São Paulo – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2004a.

_____. Análise da surpresa dos analistas ao anúncio dos resultados contábeis: evidências empíricas para as companhias abertas brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4, 2004. **Anais...** São Paulo: USP, 2004b. 1 CD-ROM.

_____. Determinantes da acurácia das previsões de resultados dos analistas do mercado de capitais. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5, 2005. **Anais...** São Paulo: USP, 2005. 1 CD-ROM.

_____. Ganhos e perdas com os profetas do mercado: o valor das recomendações dos analistas. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 1, 2007, Gramado. **Anais...** São Paulo: ANPCONT, 2007a. 1 CD-ROM.

_____. **Gerenciamento dos resultados contábeis:** estudo empírico das companhias abertas brasileiras. Tese [Doutorado em Controladoria e Contabilidade]. São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2001.

_____. Otimismo e viés de seleção dos analistas. **BBR. Brazilian Business Review**, Vitória, v. 4, n. 2, p. 104-118, 2007b.

MARTINEZ, Antônio Lopo; SALIM, Jean, Jacques. Analisando as previsões de resultados contábeis dos analistas de empresas brasileiras. In: ENCONTRO DA ANPAD, 28, 2004. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004. 1 CD-ROOM.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações.** São Paulo: Atlas, 2000.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MIKHAIL, M.; WILLIS, R.; WALTHER, B. Do security analysts improve their performance with experience? **Journal of Accounting Research**, v. 24, p. 131-157, 1997.

MILGRON, Paul; ROBERTS, John. **Economics, organization and management**. New Jersey: Prentice Hall, 1992.

MILLER, Merton H.; ROCK, Kevin. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.

MORRIS, Richard D. Signalling, agency theory and accounting policy choice. **Accounting and Business Research**, v. 18, n. 69, p. 47-69, 1987.

MOYER, R. C., CHATFIELD, R. E.; SISNEROS P. H. Security analyst monitoring activity: agency costs and information demands. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 24, n. 4, p. 503-512, 1989.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions. when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

PINDYCK, Robert; RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

RAVID, Abraham; SARIG, Oded H. Financial signalling by committing to cash outflows. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 26, n. 2, p. 165-180, 1991.

RICHARDSON, Scott A.; TEOH, S Siew H.; WYSOCKI, Peter D.. Tracking analysts' forecasts over the annual earnings horizon: are analysts' forecasts optimistic or pessimistic? **Working Paper**. University of Michigan. 1999. <<http://ssrn.com/abstract=168191>>. Acesso em: 13 ago. 2008.

ROSS, Stephen A. The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. **Bell Journal of Economics**, 1977.

ROWTHORN, Robert. **Marriage as signal**. In: ROWTHORN, Robert; DNES, Anthony. The law and economics of marriage and divorce. Cambridge: Cambridge University Press, p.179-211, 2002.

SARLO NETO, Alfredo. **Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. Tese [Doutorado em Controladoria e

Contabilidade]. São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2009.

SCHIPPER, Katherine. Commentary on analysts' forecast. **Accounting Horizons**, v. 3, p. 105-121, 1991.

SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey on corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52 (2), p. 737-783, 1997.

SHY, Oz. Exporting as a signal for product quality. **Economica**, v. 67, p. 79-90, 2000.

SILVA, Henrique Rogério Lopes Ferreira da. A Capacidade previsionária no mercado acionário brasileiro: um estudo focado nas previsões dos analistas de investimentos. In: ENCONTRO DA ANPAD, 22, 1998, . Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998. 1 CD-ROM.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa e a estrutura de propriedade:** determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese [Doutorado em Administração]. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2004.

SLOAN, Richard G. Financial accounting information and corporate governance: a discussion. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 335-347, 2001.

SPENCE, A. Michael. Job market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 83, n. 3, p. 355-374, 1973.

SPENCE, A. Michael. **Market signaling:** informational transfer in hiring and related screening processes. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1974.

SPENCE, A. Michael. Signaling in retrospect and the informational structure of markets. **The American Economic Review**, v. 92, n. 3. p. 434-459, 2002.

STOBER, T. Summary financial statement measures and analysts' forecast of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 15, p. 347-372, 1992.

SUNDER, Shyam. **Theory of accounting and control**. Cincinnati, OH: South-Western College Publishing, 1997.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. Governança corporativa e a relação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, n. 42, p. 35-49, 2006.

THE WORLD BANK GROUP. Brasil **Relatório sobre a observância de normas e códigos (ROSC)**. Contabilidade e auditoria. 2005. Disponível em: <http://www.worldbank.org/ifa/rosc_aa_bra_por.pdf>. Acesso em: 25 ago. 2008.

TREBILCOCK, Michael J. **Marriage as a signal**. In: BUCKLEY, Frank H. The fall and rise of freedom of contract. Durham, NC: Duke University Press, p. 245-255, 1999.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia**. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**, v. 11, n. 22, p. 103-122, 2004.

WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, 1996.

WOMACK, Kent. Do brokerage analysts' recommendation have investment value? **Journal of Finance**, v. 51, n. 1, p. 137-167, 1996.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

WORLD BANK. **Report on the observance of standards and codes (ROSC) – corporate governance country assessment – Chile**. 2003.

YU, Fang. **Essays on governance and earnings management**. Chicago, Illinois. Dissertation for the degree of Doctor of Philosophy. Faculty of the Graduate School of Business of the University of Chicago. 2005.

APÊNDICES

APÊNDICE 1 – CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS
APÊNDICE 2 – RESULTADOS DOS MODELOS ESTIMADOS

APÊNDICE 1 – CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

Tabela 28 – Coeficientes de correlação de Pearson e o nível de significância dos coeficientes

	APCA_N	APCA_I	BCGI	BCGIBOARD	BCGIDISC	BCGIPROP	BCGIRIGHTS	DBOV_N1	DBOV_N2	DBOV_NM	IDADE	DOTIM	DRESULT	DVPRESULT	QANALIST	DVPESTIMAT	TAM	PTB
APCA_N	1,0000																	
APCA_I	0,1578	1,0000																
	0,0000																	
BCGI	-0,0379	0,1849	1,0000															
	0,0659	0,0000																
BCGIBOARD	-0,0149	0,0388	0,6310	1,0000														
	0,4693	0,0598	0,0000															
BCGIDISC	0,0277	0,0498	0,5108	0,2417	1,0000													
	0,1794	0,0157	0,0000	0,0000														
BCGIPROP	0,0015	0,1568	0,4960	-0,0855	0,0462	1,0000												
	0,9425	0,0000	0,0000	0,0000	0,0250													
BCGIRIGHTS	-0,0916	0,1751	0,6051	0,1392	-0,0012	0,1977	1,0000											
	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,9520	0,0000												
DBOV_N1	-0,0172	0,0089	-0,1022	0,0556	0,1570	-0,0620	-0,3607	1,0000										
	0,4045	0,6672	0,0000	0,0070	0,0000	0,0026	0,0000											
DBOV_N2	-0,1637	0,0604	0,2230	0,0847	-0,0753	-0,0030	0,4649	-0,1996	1,0000									
	0,0000	0,0034	0,0000	0,0000	0,0003	0,8837	0,0000	0,0000										
DBOV_NM	0,0182	0,1464	0,3083	0,0566	-0,0726	0,1372	0,5493	-0,4215	-0,1593	1,0000								
	0,3773	0,0000	0,0000	0,0060	0,0004	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000									
IDADE	-0,0608	-0,0336	-0,0486	-0,0268	-0,0554	-0,0372	0,0038	-0,0247	0,0606	0,0087	1,0000							
	0,0032	0,1034	0,0184	0,1940	0,0072	0,0710	0,8521	0,2318	0,0033	0,6732								
DOTIM	-0,2162	0,0101	0,0870	0,1191	0,0287	-0,0342	0,0664	0,0084	0,0223	0,0763	0,0217	1,0000						
	0,0000	0,6253	0,0000	0,0000	0,1634	0,0977	0,0013	0,6853	0,2797	0,0002	0,2926							
DRESULT	-0,4310	-0,0635	0,0636	0,0109	0,0110	0,0505	0,0714	0,0260	0,1121	-0,0442	0,0590	0,1843	1,0000					
	0,0000	0,0021	0,0020	0,5979	0,5938	0,0143	0,0005	0,2082	0,0000	0,0321	0,0042	0,0000						
DVPRESULT	0,0129	-0,5209	-0,2479	-0,0793	-0,0525	-0,1973	-0,2275	-0,0942	-0,0463	-0,1886	0,0288	-0,0420	-0,0607	1,0000				
	0,5313	0,0000	0,0000	0,0001	0,0109	0,0000	0,0000	0,0000	0,0246	0,0000	0,1620	0,0415	0,0032					
QANALIST	0,0857	0,0655	-0,1407	-0,2118	0,0742	0,0454	-0,1744	0,0478	-0,1620	-0,1173	-0,0341	-0,1070	-0,0883	0,0240	1,0000			
	0,0000	0,0015	0,0000	0,0000	0,0003	0,0275	0,0000	0,0203	0,0000	0,0000	0,0981	0,0000	0,0000	0,2453				
DVPESTIMAT	-0,0227	-0,8169	-0,1601	-0,0404	-0,0241	-0,1347	-0,1604	-0,0699	-0,0495	-0,1505	0,0358	0,0062	-0,0012	0,6941	-0,0451	1,0000		
	0,2721	0,0000	0,0000	0,0502	0,2431	0,0000	0,0000	0,0007	0,0163	0,0000	0,0830	0,7651	0,9520	0,0000	0,0288			

TAM	0,0762	0,1364	0,0648	0,1458	0,2486	-0,0321	-0,1960	0,1358	-0,1892	-0,2365	-0,0372	0,0307	-0,0387	-0,1765	0,2929	-0,1502	1,0000	
	0,0002	0,0000	0,0017	0,0000	0,0000	0,1202	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0715	0,1364	0,0608	0,0000	0,0000	0,0000		
PTB	0,0533	0,1569	0,1610	0,0420	0,0659	0,0834	0,1762	-0,2197	0,0522	0,1534	-0,0024	0,0781	-0,0460	-0,1835	0,0116	-0,1351	0,0852	1,0000
	0,0098	0,0000	0,0000	0,0417	0,0014	0,0001	0,0000	0,0000	0,0113	0,0000	0,9058	0,0001	0,0257	0,0000	0,5741	0,0000	0,0000	

Tabela 29 - Coeficientes de correlação de Pearson e o nível de significância dos coeficientes

	APIA	BCGI	BCGIBOARD	BCGIDISC	BCGIPROP	BCGIRIGHTS	DBOV_N1	DBOV_N2	DBOV_NM	IDADE	EXPANAL	TAMCOR
APIA	1,0000											
BCGI	0,0436	1,0000										
	0,0345											
BCGIBOARD	0,0438	0,6310	1,0000									
	0,0335	0,0000										
BCGIDISC	0,0053	0,5108	0,2417	1,0000								
	0,7961	0,0000	0,0000									
BCGIPROP	-0,0160	0,4960	-0,0855	0,0462	1,0000							
	0,4370	0,0000	0,0000	0,0250								
BCGIRIGHTS	0,0580	0,6051	0,1392	-0,0012	0,1977	1,0000						
	0,0049	0,0000	0,0000	0,9520	0,0000							
DBOV_N1	-0,0023	-0,1022	0,0556	0,1570	-0,0620	-0,3607	1,0000					
	0,9118	0,0000	0,0070	0,0000	0,0026	0,0000						
DBOV_N2	0,0597	0,2230	0,0847	-0,0753	-0,0030	0,4649	-0,1996	1,0000				
	0,0038	0,0000	0,0000	0,0003	0,8837	0,0000	0,0000					
DBOV_NM	0,0412	0,3083	0,0566	-0,0726	0,1372	0,5493	-0,4215	-0,1593	1,0000			
	0,0458	0,0000	0,0060	0,0004	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000				
IDADE	-0,0539	-0,0486	-0,0268	-0,0554	-0,0372	0,0038	-0,0247	0,0606	0,0087	1,0000		
	0,0089	0,0184	0,1940	0,0072	0,0710	0,8521	0,2318	0,0033	0,6732			
EXPANAL	-0,0438	-0,1105	-0,0949	0,0545	0,0182	-0,1995	0,1212	-0,1101	-0,1683	-0,1264	1,0000	
	0,0335	0,0000	0,0000	0,0081	0,3764	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000		
TAMCOR	0,0756	0,2861	0,1694	0,0944	0,1363	0,2337	-0,0084	0,0972	0,1829	0,0630	0,0283	1,0000
	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,6835	0,0000	0,0000	0,0022	0,1707	

APÊNDICE 2 – RESULTADOS DOS MODELOS ESTIMADOS

Tabela 30 – Resultados do modelo APCA_N (1)

$$APCA\_N_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{i,t} + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

	<i>Pooled</i>			Efeitos Fixos			Efeitos Aleatórios		
	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val
BCGI	-0,0772	0,0686	0,2600	0,2263	0,0761	0,0030	0,2151	0,0695	0,0020
IDADE	-0,0002	0,0001	0,1920	0,0000	0,0001	0,7720	0,0000	0,0001	0,8380
DOTIM	-0,1232	0,0153	0,0000	-0,0771	0,0121	0,0000	-0,0803	0,0119	0,0000
DRESULT	-0,7326	0,0495	0,0000	-0,7106	0,0553	0,0000	-0,7144	0,0536	0,0000
DVPRESULT	-0,0003	0,0003	0,3350	-0,0003	0,0004	0,4800	-0,0003	0,0004	0,4550
QANALIST	0,0192	0,0039	0,0000	0,0098	0,0062	0,1150	0,0105	0,0060	0,0800
DVPESTIMAT	-0,0001	0,0005	0,8570	-0,0010	0,0006	0,1180	-0,0010	0,0006	0,1250
TAM	-0,0144	0,0076	0,0570	-0,0992	0,0296	0,0010	-0,0855	0,0248	0,0010
PTB	0,0076	0,0037	0,0410	0,0159	0,0075	0,0350	0,0148	0,0074	0,0450
td2	-0,3963	0,0451	0,0000	-0,4055	0,0381	0,0000	-0,3956	0,0364	0,0000
td3	-0,1242	0,0381	0,0010	-0,2375	0,0439	0,0000	-0,2222	0,0427	0,0000
td4	-0,0563	0,0408	0,1690	-0,1205	0,0441	0,0060	-0,1047	0,0418	0,0120
td5	-0,0864	0,0360	0,0170	-0,0917	0,0346	0,0080	-0,0852	0,0335	0,0110
td6	-0,0471	0,0530	0,3750	-0,0630	0,0536	0,2400	-0,0574	0,0523	0,2720
td7	-0,1055	0,0439	0,0160	-0,0766	0,0460	0,0960	-0,0754	0,0448	0,0920
td8	-0,0445	0,0402	0,2690	-0,0143	0,0484	0,7680	-0,0153	0,0460	0,7400
td9	-0,0448	0,0453	0,3220	-0,0264	0,0622	0,6710	-0,0300	0,0586	0,6080
id2	-0,0514	0,0464	0,2680	-	-	-	-0,0678	0,2572	0,7920
id3	-0,1627	0,0568	0,0040	-	-	-	-0,4919	0,2966	0,0970
id4	-1,0216	0,3711	0,0060	-	-	-	-1,1658	1,7514	0,5060
id5	0,0438	0,0250	0,0800	-	-	-	0,0939	0,2075	0,6510
id6	0,0463	0,0267	0,0830	-	-	-	0,1431	0,2045	0,4840
id7	0,2937	0,0348	0,0000	-	-	-	0,2509	0,2032	0,2170
id8	0,1701	0,0344	0,0000	-	-	-	0,4523	0,2215	0,0410
id9	0,1595	0,0418	0,0000	-	-	-	-0,0557	0,1961	0,7760
id10	-0,0586	0,0442	0,1860	-	-	-	-0,1944	0,2357	0,4100
id11	0,1683	0,0238	0,0000	-	-	-	0,2571	0,2099	0,2210
id12	0,2672	0,0304	0,0000	-	-	-	0,4004	0,1948	0,0400
id13	0,0377	0,0440	0,3910	-	-	-	-0,0218	0,2413	0,9280
id14	-0,1039	0,0255	0,0000	-	-	-	-0,0260	0,2400	0,9140
id15	0,2181	0,0294	0,0000	-	-	-	0,0760	0,1898	0,6890
id16	0,0514	0,0364	0,1590	-	-	-	0,1591	0,2735	0,5610
id17	-0,1256	0,0692	0,0690	-	-	-	-0,1490	0,2599	0,5660
id18	0,0037	0,0702	0,9580	-	-	-	-0,5183	0,4181	0,2150
id19	0,1845	0,0375	0,0000	-	-	-	0,1164	0,2256	0,6060
CONS	0,0410	0,1516	0,7870	1,8304	0,6212	0,0030	1,4317	0,5364	0,0080
N	2,352			2,352			2,352		
Stat-F	31,88			39,10			-		
Wald	-			-			738,42		
(Prob.)	0,0000			0,0000			0,0000		
R-quad	29,07%			24,34%			33,43%		

Tabela 31 – Resultados do modelo APCA_N (2)

$$APCA\_N_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DBOV\_N1_{i,t} + \alpha_2 DBOV\_N2_{i,t} + \alpha_3 DBOV\_NM_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

	<i>Pooled</i>			Efeitos Fixos			Efeitos Aleatórios		
	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val
DBOV_N1	-0,1050	0,0221	0,0000	0,0264	0,0322	0,4120	0,0304	0,0334	0,3620
DBOV_N2	-0,3456	0,0593	0,0000	0,2117	0,1324	0,1100	-0,0020	0,1615	0,9900
DBOV_NM	-0,0679	0,0230	0,0030	0,1081	0,0247	0,0000	0,0854	0,0278	0,0020
IDADE	-0,0001	0,0001	0,3880	0,0000	0,0001	0,6850	0,0000	0,0001	0,7880
DOTIM	-0,1217	0,0147	0,0000	-0,0758	0,0122	0,0000	-0,0797	0,0120	0,0000
DRESULT	-0,7036	0,0459	0,0000	-0,7107	0,0554	0,0000	-0,7128	0,0537	0,0000
DVPRESULT	-0,0005	0,0003	0,0940	-0,0002	0,0004	0,6510	-0,0003	0,0004	0,4950
QANALIST	0,0177	0,0038	0,0000	0,0095	0,0062	0,1280	0,0104	0,0060	0,0810
DVPESTIMAT	-0,0004	0,0005	0,3970	-0,0009	0,0006	0,1580	-0,0008	0,0006	0,2050
TAM	-0,0256	0,0076	0,0010	-0,0964	0,0300	0,0010	-0,0815	0,0250	0,0010
PTB	0,0045	0,0038	0,2360	0,0161	0,0076	0,0340	0,0149	0,0074	0,0440
td2	-0,3621	0,0434	0,0000	-0,4358	0,0366	0,0000	-0,4163	0,0354	0,0000
td3	-0,0981	0,0420	0,0190	-0,2778	0,0473	0,0000	-0,2489	0,0462	0,0000
td4	-0,0199	0,0419	0,6350	-0,1377	0,0432	0,0010	-0,1097	0,0400	0,0060
td5	-0,0438	0,0382	0,2510	-0,1016	0,0330	0,0020	-0,0848	0,0325	0,0090
td6	0,0099	0,0572	0,8620	-0,0797	0,0491	0,1050	-0,0618	0,0509	0,2250
td7	-0,0474	0,0461	0,3030	-0,0858	0,0440	0,0510	-0,0729	0,0453	0,1080
td8	0,0086	0,0439	0,8460	-0,0249	0,0452	0,5820	-0,0149	0,0457	0,7450
td9	0,0120	0,0487	0,8050	-0,0376	0,0584	0,5200	-0,0312	0,0584	0,5930
id2	-0,0358	0,0468	0,4450	-	-	-	-0,0860	0,2565	0,7370
id3	-0,1742	0,0589	0,0030	-	-	-	-0,5418	0,2973	0,0680
id4	-1,0410	0,3729	0,0050	-	-	-	-1,1657	1,7661	0,5090
id5	0,0855	0,0279	0,0020	-	-	-	0,0833	0,2056	0,6850
id6	0,0556	0,0273	0,0420	-	-	-	0,1361	0,2015	0,4990
id7	0,2845	0,0347	0,0000	-	-	-	0,2044	0,2008	0,3090
id8	0,2537	0,0345	0,0000	-	-	-	0,4315	0,2221	0,0520
id9	0,1107	0,0443	0,0130	-	-	-	-0,0628	0,1926	0,7440
id10	-0,0272	0,0381	0,4750	-	-	-	-0,1969	0,2299	0,3920
id11	0,2039	0,0253	0,0000	-	-	-	0,2536	0,2093	0,2250
id12	0,2207	0,0341	0,0000	-	-	-	0,4226	0,1927	0,0280
id13	0,0355	0,0435	0,4150	-	-	-	-0,0084	0,2390	0,9720
id14	-0,1053	0,0266	0,0000	-	-	-	-0,0249	0,2403	0,9180
id15	0,3283	0,0531	0,0000	-	-	-	0,0758	0,1960	0,6990
id16	0,0222	0,0395	0,5740	-	-	-	0,1774	0,2738	0,5170
id17	-0,1718	0,0692	0,0130	-	-	-	-0,1554	0,2587	0,5480
id18	0,1187	0,0609	0,0510	-	-	-	-0,5006	0,3957	0,2060
id19	0,2780	0,0485	0,0000	-	-	-	0,1293	0,2339	0,5800
CONS	0,2804	0,1568	0,0740	1,8415	0,6284	0,0030	1,4185	0,5414	0,0090
N	2,352			2,352			2,352		
Stat-F	30,22			35,53					
Wald							747,90		
(Prob.)	0,0000			0,0000			0,0000		
R-quad	31,69%			24,33%			33,07%		

Tabela 32 – Resultados do modelo APCA_N (3)

$$APCA\_N_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGIdisc_{i,t} + \alpha_2 BCGIboard_{i,t} + \alpha_3 BCGIprop_{i,t} + \alpha_4 BCGIrights_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

	<i>Pooled</i>			Efeitos Fixos			Efeitos Aleatórios		
	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val
BCGIBOARD	-0,0381	0,0350	0,2760	0,0957	0,0425	0,0240	0,0919	0,0409	0,0250
BCGIDISC	0,0298	0,0318	0,3480	0,0126	0,0597	0,8330	0,0126	0,0574	0,8270
BCGIPROP	0,1530	0,0408	0,0000	0,0697	0,0640	0,2760	0,0794	0,0605	0,1890
BCGIRIGHTS	-0,1507	0,0427	0,0000	0,0589	0,0572	0,3040	0,0371	0,0609	0,5430
IDADE	-0,0001	0,0001	0,2080	0,0000	0,0001	0,7820	0,0000	0,0001	0,8490
DOTIM	-0,1184	0,0153	0,0000	-0,0766	0,0119	0,0000	-0,0801	0,0117	0,0000
DRESULT	-0,7243	0,0481	0,0000	-0,7121	0,0572	0,0000	-0,7150	0,0553	0,0000
DVPRESULT	-0,0004	0,0004	0,2980	-0,0003	0,0004	0,5300	-0,0003	0,0004	0,4980
QANALIST	0,0184	0,0039	0,0000	0,0102	0,0062	0,1020	0,0108	0,0060	0,0700
DVPESTIMAT	-0,0002	0,0005	0,6320	-0,0010	0,0006	0,1200	-0,0010	0,0006	0,1240
TAM	-0,0264	0,0077	0,0010	-0,0997	0,0299	0,0010	-0,0863	0,0251	0,0010
PTB	0,0085	0,0038	0,0250	0,0159	0,0077	0,0400	0,0149	0,0076	0,0510
td2	-0,4031	0,0437	0,0000	-0,4060	0,0383	0,0000	-0,3955	0,0365	0,0000
td3	-0,1384	0,0379	0,0000	-0,2368	0,0453	0,0000	-0,2187	0,0439	0,0000
td4	-0,0821	0,0412	0,0460	-0,1170	0,0448	0,0090	-0,0985	0,0421	0,0190
td5	-0,1038	0,0376	0,0060	-0,0873	0,0365	0,0170	-0,0772	0,0348	0,0260
td6	-0,0624	0,0549	0,2560	-0,0584	0,0552	0,2900	-0,0496	0,0529	0,3490
td7	-0,1267	0,0441	0,0040	-0,0729	0,0468	0,1200	-0,0686	0,0450	0,1270
td8	-0,0582	0,0410	0,1550	-0,0105	0,0494	0,8310	-0,0083	0,0463	0,8590
td9	-0,0607	0,0458	0,1850	-0,0224	0,0637	0,7250	-0,0229	0,0596	0,7000
id2	-0,0322	0,0470	0,4930	-	-	-	-0,0716	0,2601	0,7830
id3	-0,0961	0,0662	0,1470	-	-	-	-0,5033	0,3022	0,0960
id4	-0,9760	0,3731	0,0090	-	-	-	-1,1672	1,7656	0,5090
id5	0,1015	0,0299	0,0010	-	-	-	0,0908	0,2124	0,6690
id6	0,1278	0,0312	0,0000	-	-	-	0,1411	0,2078	0,4970
id7	0,3724	0,0378	0,0000	-	-	-	0,2455	0,2065	0,2350
id8	0,2395	0,0353	0,0000	-	-	-	0,4631	0,2254	0,0400
id9	0,2033	0,0450	0,0000	-	-	-	-0,0676	0,2040	0,7400
id10	-0,0104	0,0396	0,7930	-	-	-	-0,1994	0,2350	0,3960
id11	0,1887	0,0263	0,0000	-	-	-	0,2548	0,2130	0,2320
id12	0,3573	0,0359	0,0000	-	-	-	0,4030	0,1982	0,0420
id13	0,0400	0,0449	0,3730	-	-	-	-0,0277	0,2445	0,9100
id14	-0,0936	0,0253	0,0000	-	-	-	-0,0280	0,2429	0,9080
id15	0,2785	0,0384	0,0000	-	-	-	0,0691	0,1965	0,7250
id16	0,0771	0,0363	0,0340	-	-	-	0,1555	0,2775	0,5750
id17	-0,1443	0,0667	0,0300	-	-	-	-0,1596	0,2648	0,5470
id18	0,0929	0,0750	0,2160	-	-	-	-0,5208	0,4200	0,2150
id19	0,2583	0,0437	0,0000	-	-	-	0,1131	0,2317	0,6260
CONS	0,2316	0,1552	0,1360	1,8401	0,6269	0,0030	1,4490	0,5449	0,0080
N	2.352			2.352			2.352		
Stat-F	30,63			34,69			-		
Wald	-			-			765,79		
(Prob.)	0,0000			0,0000			0,0000		
R-quad	30,03%			24,36%			33,58%		

Tabela 33 – Resultados do modelo APCA_I (1)

$$APCA\_I_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{i,t} + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

	<i>Pooled</i>			Efeitos Fixos			Efeitos Aleatórios		
	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val
BCGI	3,7103	1,3365	0,0060	9,0074	2,6468	0,0010	5,4729	1,7795	0,0020
IDADE	-0,0009	0,0020	0,6520	-0,0022	0,0019	0,2560	-0,0012	0,0019	0,5160
DOTIM	0,1542	0,3341	0,6440	0,4187	0,3408	0,2190	0,2411	0,3220	0,4540
DRESULT	-4,1534	0,9328	0,0000	-4,0684	1,1303	0,0000	-4,0881	1,0086	0,0000
DVPRESULT	0,0773	0,0192	0,0000	0,0631	0,0185	0,0010	0,0744	0,0216	0,0010
QANALIST	0,4174	0,1477	0,0050	0,3477	0,1483	0,0190	0,3615	0,1436	0,0120
DVPESTIMAT	-0,7321	0,0455	0,0000	-0,7497	0,0510	0,0000	-0,7320	0,0494	0,0000
TAM	-0,5656	0,1693	0,0010	-2,2966	0,8892	0,0100	-0,8346	0,2513	0,0010
PTB	0,0986	0,0302	0,0010	0,0315	0,0489	0,5200	0,0561	0,0336	0,0950
td2	-11,5847	2,3567	0,0000	-15,6031	3,7932	0,0000	-13,4584	2,6930	0,0000
td3	-11,6792	3,9517	0,0030	-17,5390	6,1684	0,0050	-14,4491	4,6054	0,0020
td4	-7,7825	2,5070	0,0020	-13,7839	4,3802	0,0020	-10,6088	2,8376	0,0000
td5	-4,6128	2,1717	0,0340	-9,7085	4,0035	0,0150	-7,1777	2,6069	0,0060
td6	-3,6363	2,3287	0,1190	-9,2885	4,0332	0,0210	-6,5725	2,6791	0,0140
td7	-3,8610	2,2920	0,0920	-9,0781	4,0440	0,0250	-6,5507	2,7231	0,0160
td8	-2,5604	2,3280	0,2720	-7,0794	4,0527	0,0810	-5,1442	2,7496	0,0610
td9	-0,6929	2,3459	0,7680	-5,0913	4,0846	0,2130	-3,2841	2,7934	0,2400
id2	-2,5121	0,4809	0,0000	-	-	-	-2,3604	0,6919	0,0010
id3	-2,2001	0,4660	0,0000	-	-	-	-2,4975	0,6882	0,0000
id4	-3,4379	0,6262	0,0000	-	-	-	-3,9661	0,7499	0,0000
id5	-5,2816	0,8073	0,0000	-	-	-	-5,0314	1,1884	0,0000
id6	-0,4228	0,3987	0,2890	-	-	-	-0,0705	0,6042	0,9070
id7	-0,2008	0,6347	0,7520	-	-	-	-0,3985	0,8107	0,6230
id8	1,0632	0,6013	0,0770	-	-	-	2,2012	0,9558	0,0210
id9	-1,7630	0,6208	0,0050	-	-	-	-2,9084	0,8070	0,0000
id10	-0,4119	0,5149	0,4240	-	-	-	-0,8357	0,6653	0,2090
id11	0,2981	0,4164	0,4740	-	-	-	0,5510	0,6256	0,3780
id12	1,6685	0,6237	0,0080	-	-	-	2,1780	0,8574	0,0110
id13	-0,5744	0,6658	0,3880	-	-	-	-0,4979	0,8789	0,5710
id14	-0,4133	0,3899	0,2890	-	-	-	0,1384	0,6574	0,8330
id15	-2,5498	0,4956	0,0000	-	-	-	-3,1149	0,7651	0,0000
id16	-4,4017	1,0515	0,0000	-	-	-	-4,0002	1,5987	0,0120
id17	-0,7773	0,4569	0,0890	-	-	-	-1,0182	0,6679	0,1270
id18	-1,1130	0,3861	0,0040	-	-	-	-1,0160	0,5831	0,0810
id19	-2,3485	1,3618	0,0850	-	-	-	-2,6320	1,6309	0,1070
CONS	11,7372	3,6315	0,0010	52,2645	20,4802	0,0110	19,9233	5,4383	0,0000
N	2.352			2.352			2.352		
Stat-F	46,99			55,30					
Wald							1.080,59		
(Prob.)	0,0000			0,0000			0,0000		
R-quad	71,30%			79,16%			88,55%		

Tabela 34 – Resultados do modelo APCA_I (2)

$$APCA\_I_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DBOV\_N1_{i,t} + \alpha_2 DBOV\_N2_{i,t} + \alpha_3 DBOV\_NM_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

	Pooled			Efeitos Fixos			Efeitos Aleatórios		
	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val
DBOV_N1	-2,4367	0,6163	0,0000	-0,8109	1,1570	0,4830	-2,2265	0,7607	0,0030
DBOV_N2	1,2722	0,7653	0,0970	9,1127	4,7250	0,0540	1,6227	0,9568	0,0900
DBOV_NM	-0,6385	0,5578	0,2520	2,0125	1,7728	0,2560	-0,2415	0,7231	0,7380
IDADE	-0,0015	0,0019	0,4390	-0,0028	0,0020	0,1450	-0,0017	0,0019	0,3700
DOTIM	0,2589	0,3254	0,4260	0,4817	0,3311	0,1460	0,2708	0,3192	0,3960
DRESULT	-4,3923	0,9326	0,0000	-4,1221	1,1415	0,0000	-4,2726	0,9840	0,0000
DVPRESULT	0,0737	0,0193	0,0000	0,0672	0,0192	0,0000	0,0740	0,0214	0,0010
QANALIST	0,4240	0,1486	0,0040	0,3355	0,1491	0,0250	0,3752	0,1447	0,0100
DVPESTIMAT	-0,7312	0,0462	0,0000	-0,7502	0,0518	0,0000	-0,7305	0,0491	0,0000
TAM	-0,4897	0,1795	0,0060	-2,1963	0,8915	0,0140	-0,5962	0,2315	0,0100
PTB	0,0103	0,0328	0,7530	0,0281	0,0456	0,5380	0,0075	0,0332	0,8210
td2	-10,5749	2,4283	0,0000	-15,8716	4,2980	0,0000	-12,2825	2,7183	0,0000
td3	-10,2078	4,1967	0,0150	-17,7432	6,9689	0,0110	-12,6561	4,7279	0,0070
td4	-6,1292	2,4561	0,0130	-13,1732	4,9402	0,0080	-8,4030	2,7374	0,0020
td5	-2,7626	2,1756	0,2040	-8,8102	4,5783	0,0540	-4,8603	2,5529	0,0570
td6	-1,7334	2,2841	0,4480	-8,5522	4,5546	0,0610	-4,1455	2,6049	0,1120
td7	-1,7165	2,2528	0,4460	-7,9598	4,5415	0,0800	-3,9002	2,6433	0,1400
td8	-0,2520	2,2833	0,9120	-5,9563	4,5056	0,1860	-2,4322	2,6692	0,3620
td9	1,6265	2,3133	0,4820	-3,9271	4,4942	0,3820	-0,5645	2,7167	0,8350
id2	-2,2224	0,5111	0,0000	-	-	-	-2,2999	0,6157	0,0000
id3	-3,1578	0,4818	0,0000	-	-	-	-3,4363	0,5817	0,0000
id4	-3,2847	0,6122	0,0000	-	-	-	-3,5400	0,6850	0,0000
id5	-6,0146	0,7892	0,0000	-	-	-	-5,9758	1,0072	0,0000
id6	-0,8187	0,4163	0,0490	-	-	-	-0,4795	0,5163	0,3530
id7	-1,1608	0,6308	0,0660	-	-	-	-1,4739	0,6786	0,0300
id8	1,7002	0,6743	0,0120	-	-	-	2,1886	0,8817	0,0130
id9	-2,0541	0,6482	0,0020	-	-	-	-2,5954	0,7252	0,0000
id10	-1,3391	0,5347	0,0120	-	-	-	-1,5045	0,5884	0,0110
id11	1,0808	0,4663	0,0210	-	-	-	1,2612	0,6130	0,0400
id12	0,1872	0,7766	0,8100	-	-	-	0,5859	0,9561	0,5400
id13	0,0539	0,6783	0,9370	-	-	-	0,0972	0,8349	0,9070
id14	-0,7449	0,3852	0,0530	-	-	-	-0,1750	0,5464	0,7490
id15	-4,0509	0,5573	0,0000	-	-	-	-4,2918	0,6953	0,0000
id16	-5,3530	1,1616	0,0000	-	-	-	-4,9788	1,5026	0,0010
id17	-1,8382	0,5526	0,0010	-	-	-	-1,7890	0,6381	0,0050
id18	-2,2669	0,5047	0,0000	-	-	-	-2,4083	0,6479	0,0000
id19	-2,8095	1,3869	0,0430	-	-	-	-3,0291	1,5648	0,0530
CONS	11,5086	4,0627	0,0050	52,7850	20,4438	0,0100	16,1300	4,9457	0,0010
N	2.352			2.352			2.352		
Stat-F	44,29			49,53					
Wald							1.205,64		
(Prob.)	0,0000			0,0000			0,0000		
R-quad	71,64%			60,82%			89,69%		

Tabela 35 – Resultados do modelo APCA_I (3)

$$APCA\_I_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{disc,i,t} + \alpha_2 BCGI_{board,i,t} + \alpha_3 BCGI_{prop,i,t} + \alpha_4 BCGI_{rights,i,t} + \\ + \sum_{j=1}^8 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

	<i>Pooled</i>			Efeitos Fixos			Efeitos Aleatórios		
	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val
BCGIBOARD	-0,8468	0,6822	0,2150	0,7898	1,2517	0,5280	-0,3669	0,8087	0,6500
BCGIDISC	-0,5863	0,8731	0,5020	-1,5839	1,3822	0,2520	-1,1004	1,0932	0,3140
BCGIPROP	3,0404	0,6800	0,0000	6,8328	1,4131	0,0000	4,4679	0,9164	0,0000
BCGIRIGHTS	2,0529	0,5452	0,0000	7,3547	1,4194	0,0000	3,0495	0,7201	0,0000
IDADE	-0,0008	0,0020	0,6910	-0,0021	0,0020	0,2820	-0,0011	0,0019	0,5570
DOTIM	0,3263	0,3334	0,3280	0,5971	0,3444	0,0830	0,3732	0,3227	0,2470
DRESULT	-4,4561	0,9226	0,0000	-4,6654	1,0887	0,0000	-4,4326	0,9816	0,0000
DVPRESULT	0,0819	0,0191	0,0000	0,0701	0,0179	0,0000	0,0796	0,0213	0,0000
QANALIST	0,3550	0,1500	0,0180	0,2739	0,1467	0,0620	0,2941	0,1434	0,0400
DVPESTIMAT	-0,7328	0,0448	0,0000	-0,7504	0,0497	0,0000	-0,7315	0,0487	0,0000
TAM	-0,4642	0,1809	0,0100	-2,3545	0,8908	0,0080	-0,7087	0,2596	0,0060
PTB	0,0944	0,0313	0,0030	-0,0052	0,0507	0,9180	0,0423	0,0355	0,2330
td2	-10,9080	2,4209	0,0000	-16,0057	3,7149	0,0000	-13,2941	2,7355	0,0000
td3	-11,3280	3,9482	0,0040	-18,9394	6,1851	0,0020	-14,6951	4,6160	0,0010
td4	-7,3188	2,6470	0,0060	-14,6139	4,3394	0,0010	-10,5045	2,9166	0,0000
td5	-3,8639	2,3185	0,0960	-10,0763	3,9822	0,0110	-6,7374	2,6892	0,0120
td6	-3,0464	2,4819	0,2200	-9,7625	4,0124	0,0150	-6,3082	2,7735	0,0230
td7	-3,3725	2,4320	0,1660	-9,8737	4,0156	0,0140	-6,4603	2,8038	0,0210
td8	-2,0812	2,4734	0,4000	-7,8544	4,0237	0,0510	-5,0637	2,8358	0,0740
td9	-0,1118	2,5009	0,9640	-5,7118	4,0521	0,1590	-3,0863	2,8803	0,2840
id2	-2,4483	0,4847	0,0000	-	-	-	-2,3685	0,6998	0,0010
id3	-3,1423	0,6651	0,0000	-	-	-	-3,9216	0,9050	0,0000
id4	-3,5965	0,6446	0,0000	-	-	-	-4,3065	0,7570	0,0000
id5	-5,3305	0,9032	0,0000	-	-	-	-5,3074	1,2939	0,0000
id6	0,0981	0,5197	0,8500	-	-	-	0,4120	0,7028	0,5580
id7	-0,1280	0,6814	0,8510	-	-	-	-0,4333	0,8285	0,6010
id8	1,1613	0,7121	0,1030	-	-	-	2,4957	1,1053	0,0240
id9	-2,1226	0,6177	0,0010	-	-	-	-3,7651	0,8699	0,0000
id10	-0,9648	0,5406	0,0740	-	-	-	-1,6222	0,6797	0,0170
id11	1,0313	0,4271	0,0160	-	-	-	1,4397	0,6168	0,0200
id12	2,4030	0,7562	0,0020	-	-	-	3,0822	0,9851	0,0020
id13	-0,8092	0,6997	0,2480	-	-	-	-0,6310	0,9032	0,4850
id14	-0,2134	0,3756	0,5700	-	-	-	0,2530	0,6413	0,6930
id15	-3,5559	0,5939	0,0000	-	-	-	-4,6158	0,8990	0,0000
id16	-4,1781	1,0116	0,0000	-	-	-	-3,7809	1,5448	0,0140
id17	-1,5562	0,5017	0,0020	-	-	-	-2,1211	0,7470	0,0050
id18	-1,3968	0,5338	0,0090	-	-	-	-1,3727	0,7164	0,0550
id19	-3,2385	1,4032	0,0210	-	-	-	-4,0036	1,6798	0,0170
CONS	10,3719	3,8487	0,0070	55,5833	20,5947	0,0070	18,7671	5,5954	0,0010
N	2,352			2,352			2,352		
Stat-F	43,37			48,85					
Wald							1.104,71		
(Prob.)	0,0000			0,0000			0,0000		
R-quad	71,52%			61,60%			88,46%		

Tabela 36 – Resultados do modelo APIA (1)

$$APIA_{j,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGI_{i,t} + \sum_{j=1}^3 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

	<i>Pooled</i>			Efeitos Fixos			Efeitos Aleatórios		
	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val
BCGI	0,0574	0,0962	0,5500	-0,1552	0,1581	0,3260	0,0574	0,0962	0,5500
IDADE	-0,0006	0,0002	0,0060	-0,0007	0,0002	0,0010	-0,0006	0,0002	0,0060
EXPANAL	-0,0140	0,0073	0,0530	-0,0121	0,0078	0,1170	-0,0140	0,0073	0,0530
TAMCOR	0,0013	0,0006	0,0300	0,0010	0,0006	0,0870	0,0013	0,0006	0,0300
td2	0,4417	0,1945	0,0230	0,4759	0,1963	0,0150	0,4417	0,1945	0,0230
td3	0,2443	0,2040	0,2310	0,2843	0,2048	0,1650	0,2443	0,2040	0,2310
td4	0,2186	0,1920	0,2550	0,3007	0,2007	0,1340	0,2186	0,1920	0,2550
td5	0,2502	0,1908	0,1900	0,3379	0,1988	0,0890	0,2502	0,1908	0,1900
td6	0,2510	0,1907	0,1880	0,3514	0,1993	0,0780	0,2510	0,1907	0,1880
td7	0,2259	0,1922	0,2400	0,3164	0,2016	0,1170	0,2259	0,1922	0,2400
td8	0,2720	0,1935	0,1600	0,3800	0,2031	0,0610	0,2720	0,1935	0,1600
td9	0,3061	0,1942	0,1150	0,4086	0,2034	0,0450	0,3061	0,1942	0,1150
id2	-0,0680	0,0722	0,3460	-			-0,0680	0,0722	0,3460
id3	0,1531	0,0634	0,0160	-			0,1531	0,0634	0,0160
id4	0,2994	0,0936	0,0010	-			0,2994	0,0936	0,0010
id5	0,0124	0,0525	0,8140	-			0,0124	0,0525	0,8140
id6	-0,0225	0,0652	0,7310	-			-0,0225	0,0652	0,7310
id7	-0,0532	0,1078	0,6220	-			-0,0532	0,1078	0,6220
id8	-0,0724	0,1013	0,4750	-			-0,0724	0,1013	0,4750
id9	-0,0581	0,2951	0,8440	-			-0,0581	0,2951	0,8440
id10	0,0281	0,0557	0,6140	-			0,0281	0,0557	0,6140
id11	-0,0504	0,0633	0,4260	-			-0,0504	0,0633	0,4260
id12	0,0539	0,0786	0,4930	-			0,0539	0,0786	0,4930
id13	-0,0212	0,0668	0,7500	-			-0,0212	0,0668	0,7500
id14	0,1213	0,0547	0,0270	-			0,1213	0,0547	0,0270
id15	0,0178	0,1070	0,8680	-			0,0178	0,1070	0,8680
id16	0,0432	0,0537	0,4210	-			0,0432	0,0537	0,4210
id17	0,1417	0,0996	0,1550	-			0,1417	0,0996	0,1550
id18	0,1250	0,0605	0,0390	-			0,1250	0,0605	0,0390
id19	0,1088	0,0692	0,1160	-			0,1088	0,0692	0,1160
CONS	-0,8821	0,1906	0,0000	-0,8287	0,1976	0,0000	-0,8821	0,1906	0,0000
N	2,352			2,352			2,352		
Stat-F	3,34			2,35					
Wald							100,23		
(Prob.)	0,0000			0,0053			0,0000		
R-quad	3,54%			1,97%			18,32%		

Tabela 37 – Resultados do modelo APIA (2)

$$APIA_{j,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DBOV\_N1_{i,t} + \alpha_2 DBOV\_N2_{i,t} + \alpha_3 DBOV\_NM_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^3 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

	Pooled			Efeitos Fixos			Efeitos Aleatórios		
	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val
DBOV_N1	0,0900	0,0318	0,0050	-0,0225	0,0665	0,7350	0,0900	0,0318	0,0050
DBOV_N2	0,1686	0,0529	0,0010	0,0079	0,1581	0,9600	0,1686	0,0529	0,0010
DBOV_NM	0,0781	0,0403	0,0530	0,1743	0,1048	0,0960	0,0781	0,0403	0,0530
IDADE	-0,0006	0,0002	0,0040	-0,0007	0,0002	0,0010	-0,0006	0,0002	0,0040
EXPANAL	-0,0132	0,0073	0,0710	-0,0124	0,0077	0,1100	-0,0132	0,0073	0,0710
TAMCOR	0,0011	0,0006	0,0500	0,0010	0,0006	0,0880	0,0011	0,0006	0,0500
td2	0,4025	0,1942	0,0380	0,3928	0,1879	0,0370	0,4025	0,1942	0,0380
td3	0,1975	0,2054	0,3360	0,1597	0,1997	0,4240	0,1975	0,2054	0,3360
td4	0,1789	0,1911	0,3490	0,1667	0,1916	0,3840	0,1789	0,1911	0,3490
td5	0,2123	0,1902	0,2640	0,2016	0,1905	0,2900	0,2123	0,1902	0,2640
td6	0,2027	0,1900	0,2860	0,2133	0,1906	0,2630	0,2027	0,1900	0,2860
td7	0,1771	0,1911	0,3540	0,1678	0,1914	0,3810	0,1771	0,1911	0,3540
td8	0,2247	0,1921	0,2420	0,2314	0,1929	0,2300	0,2247	0,1921	0,2420
td9	0,2547	0,1928	0,1870	0,2607	0,1930	0,1770	0,2547	0,1928	0,1860
id2	-0,0641	0,0714	0,3690	-			-0,0641	0,0714	0,3690
id3	0,1456	0,0669	0,0300	-			0,1456	0,0669	0,0290
id4	0,3049	0,0951	0,0010	-			0,3049	0,0951	0,0010
id5	0,0036	0,0513	0,9430	-			0,0036	0,0513	0,9430
id6	-0,0136	0,0644	0,8330	-			-0,0136	0,0644	0,8330
id7	-0,0606	0,1096	0,5800	-			-0,0606	0,1096	0,5800
id8	-0,1048	0,1013	0,3010	-			-0,1048	0,1013	0,3010
id9	-0,0590	0,2960	0,8420	-			-0,0590	0,2960	0,8420
id10	0,0175	0,0581	0,7640	-			0,0175	0,0581	0,7640
id11	-0,0790	0,0635	0,2140	-			-0,0790	0,0635	0,2130
id12	0,1168	0,0802	0,1450	-			0,1168	0,0802	0,1450
id13	-0,0249	0,0669	0,7100	-			-0,0249	0,0669	0,7090
id14	0,1306	0,0532	0,0140	-			0,1306	0,0532	0,0140
id15	-0,0307	0,1120	0,7840	-			-0,0307	0,1120	0,7840
id16	0,0863	0,0541	0,1110	-			0,0863	0,0541	0,1110
id17	0,1761	0,0992	0,0760	-			0,1761	0,0992	0,0760
id18	0,0785	0,0670	0,2410	-			0,0785	0,0670	0,2410
id19	0,0631	0,0709	0,3740	-			0,0631	0,0709	0,3730
CONS	-0,8657	0,1892	0,0000	-0,8010	0,1850	0,0000	-0,8657	0,1892	0,0000
N	2,352			2,352			2,352		
Stat-F	3,53			2,18					
Wald							112,88		
(Prob.)	0,0000			0,0068			0,0000		
R-quad	4,08%			2,07%			24,88%		

Tabela 38 – Resultados do modelo APIA (3)

$$APIA_{j,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BCGIdisc_{i,t} + \alpha_2 BCGIboard_{i,t} + \alpha_3 BCGIprop_{i,t} + \alpha_4 BCGIrights_{i,t} + \\ + \sum_{j=1}^3 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

	Pooled			Efeitos Fixos			Efeitos Aleatórios		
	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val	Coef.	Erro Padrão	P-val
BCGIBOARD	0,0942	0,0642	0,1430	-0,0175	0,0923	0,8490	0,0942	0,0642	0,1420
BCGIDISC	0,0131	0,0500	0,7930	0,1140	0,0844	0,1770	0,0131	0,0500	0,7930
BCGIPROP	-0,1235	0,0558	0,0270	-0,2868	0,1211	0,0180	-0,1235	0,0558	0,0270
BCGIRIGHTS	0,0425	0,0483	0,3790	-0,0865	0,1100	0,4320	0,0425	0,0483	0,3790
IDADE	-0,0006	0,0002	0,0050	-0,0007	0,0002	0,0010	-0,0006	0,0002	0,0050
EXPANAL	-0,0127	0,0073	0,0820	-0,0130	0,0078	0,0960	-0,0127	0,0073	0,0820
TAMCOR	0,0012	0,0006	0,0350	0,0011	0,0006	0,0800	0,0012	0,0006	0,0350
td2	0,4222	0,1919	0,0280	0,4809	0,1963	0,0140	0,4222	0,1919	0,0280
td3	0,2345	0,2019	0,2460	0,3027	0,2053	0,1410	0,2345	0,2019	0,2460
td4	0,2033	0,1898	0,2840	0,2859	0,2009	0,1550	0,2033	0,1898	0,2840
td5	0,2323	0,1887	0,2180	0,3106	0,1997	0,1200	0,2323	0,1887	0,2180
td6	0,2322	0,1887	0,2190	0,3282	0,2002	0,1010	0,2322	0,1887	0,2190
td7	0,2155	0,1901	0,2570	0,3096	0,2011	0,1240	0,2155	0,1901	0,2570
td8	0,2591	0,1913	0,1760	0,3734	0,2026	0,0660	0,2591	0,1913	0,1760
td9	0,2913	0,1919	0,1290	0,4011	0,2030	0,0480	0,2913	0,1919	0,1290
id2	-0,0834	0,0729	0,2530	-	-	-	-0,0834	0,0729	0,2530
id3	0,1329	0,0686	0,0530	-	-	-	0,1329	0,0686	0,0530
id4	0,2674	0,0955	0,0050	-	-	-	0,2674	0,0955	0,0050
id5	-0,0196	0,0553	0,7220	-	-	-	-0,0196	0,0553	0,7220
id6	-0,0746	0,0682	0,2750	-	-	-	-0,0746	0,0682	0,2740
id7	-0,1104	0,1110	0,3200	-	-	-	-0,1104	0,1110	0,3200
id8	-0,0986	0,1037	0,3420	-	-	-	-0,0986	0,1037	0,3420
id9	-0,0906	0,2963	0,7600	-	-	-	-0,0906	0,2963	0,7600
id10	0,0110	0,0597	0,8540	-	-	-	0,0110	0,0597	0,8540
id11	-0,0836	0,0635	0,1880	-	-	-	-0,0836	0,0635	0,1880
id12	-0,0108	0,0817	0,8950	-	-	-	-0,0108	0,0817	0,8950
id13	-0,0257	0,0679	0,7050	-	-	-	-0,0257	0,0679	0,7050
id14	0,1136	0,0551	0,0390	-	-	-	0,1136	0,0551	0,0390
id15	0,0030	0,1130	0,9790	-	-	-	0,0030	0,1130	0,9790
id16	0,0202	0,0544	0,7100	-	-	-	0,0202	0,0544	0,7100
id17	0,1621	0,0994	0,1030	-	-	-	0,1621	0,0994	0,1030
id18	0,0815	0,0673	0,2260	-	-	-	0,0815	0,0673	0,2260
id19	0,0827	0,0760	0,2760	-	-	-	0,0827	0,0760	0,2760
CONS	-0,8484	0,1912	0,0000	-0,8427	0,1975	0,0000	-0,8484	0,1912	0,0000
N	2,352			2,352			2,352		
Stat-F	3,37			2,28					
Wald							111,09		
(Prob.)	0,0000			0,0034			0,0000		
R-quad	3,89%			2,34%			19,32%		

ANEXOS

ANEXO 1 – ÍNDICE DE GOVERNANÇA – IGOV (SILVEIRA, 2004)

ANEXO 2 – *CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES INDEX – CGI* (LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005a)

ANEXO 3 – *BRAZILIAN CORPORATE GOVERNANCE INDEX (BCGI) SCORING INSTRUMENT* (LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008)

ANEXO 4 – BCGI (LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008)

ANEXO 1 – ÍNDICE DE GOVERNANÇA – IGOV (SILVEIRA, 2004)

Quadro 17 – Perguntas para construção do índice de governança corporativa (IGOV)

Dimensão de Governança Corporativa	#	Perguntas para construção do Índice de Governança Corporativa
Acesso às Informações	1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?
	2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos a governança corporativa?
	3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	4	O <i>website</i> é bilíngüe e possui uma seção de Relações com os Investidores?
	5	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa?
Conteúdo das Informações Públicas	6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
	7	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento explica a remuneração global dos executivos?
	8	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?
	9	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?
	10	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?
Estrutura do Conselho de Administração	11	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?
	12	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?
	13	Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?
	14	O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?
	15	A empresa não possui acordo de acionistas?
Estrutura de Propriedade e Controle	16	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?
	17	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?
	18	O(s) controlador(es) possui(em) menos do que 70% do total de ações ordinárias?
	19	O excesso (DIF) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?
	20	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?

FONTE: SILVEIRA, 2004, p. 99-100.

ANEXO 2 – CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES INDEX – CGI (LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005a)

Quadro 18 – Questões aplicadas às empresas brasileiras para construção do CGI

#	Question (Remarks about what was really done)
<i>Dimension: Disclosure</i>	
1	<i>Does the company's annual report, website or publicly disclosure include information about potential conflicts of interest such as related party transactions?</i>
2	<i>Does the company specify in its charter, annual reports or other means sanctions against management in the case of violations of its desired corporate governance practices?</i>
3	<i>Does the company produce its legally required financial reports by the required date?</i>
4	<i>Does the company use an international accounting standard (IASB or US GAAP)?</i>
5	<i>Does the company use one of the leading global auditing firms?</i>
6	<i>Does the company disclose in its website or annual report compensation information for the CEO and board members?</i>
<i>Dimension: Board composition and functioning</i>	
7	<i>Are the Chairman of the Board and the CEO different persons?</i>
8	<i>Does the company have monitoring committees such as a compensation and/or nominations and/or audit committee?</i>
9	<i>Is the board clearly made up of outside and possibly independent directors?</i>
10	<i>Is the board size between 5 and 9 members, as recommended by the IBGC Code of Best Practices?</i>
11	<i>Do board members serve consecutive one-year terms, as recommended by the IBGC Code of Best Practices?</i>
12	<i>Is there a permanent Fiscal Board?</i>
<i>Dimension: Ethics and Conflicts of Interest</i>	
13	<i>Is the company free of any undergoing inquiries at CVM regarding governance malpractices?</i>
14	<i>Is the company free of any CVM convictions and/or fining for governance malpractices or other securities law violations in the last five years?</i>
15	<i>Does the company submit to arbitration in place of regular legal procedures in the case of corporate governance malpractices?</i>
16	<i>Do ultimate controlling shareholders, considering shareholder agreements, own less than 50% of the voting shares?</i>
17	<i>Is the percentage of non-voting shares in total capital less than 20%?</i>
18	<i>Is the ultimate controlling shareholders' ratio of cash-flow rights to voting rights greater than 1?</i>
<i>Dimension: Shareholder rights</i>	
19	<i>Does the company charter or verifiable actions facilitate the process of voting to all shareholders beyond what is legally required?</i>
20	<i>Does the company charter grant additional voting rights beyond what is legally required?</i>
21	<i>Does de company grant tag along rights beyond what is legally required?</i>
22	<i>Are pyramid structures that decrease control concentration present?</i>
23	<i>Do shareholder agreements that decrease control concentration exist?</i>
24	<i>Is the free-float greater than or equal to what is required in Bovespa's Level 1 trading list (25%)?</i>

FONTE: LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005a, p. 55-56.

**ANEXO 3 – BRAZILIAN CORPORATE GOVERNANCE INDEX (BCGI) SCORING
INSTRUMENT (LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008)**

I – DISCLOSURE (BCGI_{disc})

- 1. Does the company publish its financial statements by the required date?*
- 2. Does the company publish its financial statements according to international standards (US-GAAP or IFRS)?*
- 3. Is the company audited by one of the big five accounting firms?*

II – BOARD COMPOSITION AND FUNCTIONING (BCGI_{board})

- 4. Is the Chairman of the Board and the CEO not the same person?*
- 5. Is the Board composed not primarily by insiders?*
- 6. Is the size of the Board between 5 and 9 members as suggested by the Brazilian Institute of Corporate Governance?*
- 7. Do the members of the Board have consecutive one-year terms as suggested by the Brazilian Institute of Corporate Governance?*
- 8. Does the company have a permanent Audit Committee?*

III – OWNERSHIP STRUCTURE AND CONTROL (BCGI_{prop})

- 9. Do the controlling shareholders have less than fifty percent of the voting shares?*
- 10. Is the percentage of voting shares higher than eighty percent of the total?*
- 11. Is the ratio between cash flow rights and voting rights bigger than 1?*
- 12. Is the free float bigger or equal to what is required by the São Paulo Stock Exchange New Market (25%)?*

IV – SHAREHOLDERS RIGHTS (BCGI_{rights})

- 13. Does the company statute establish arbitrage as a way to solve conflicts?*
- 14. Does the company statute establish rights in addition to what is required by the Law?*
- 15. Does the company gives tag along rights beyond what is required by the Law?*

ANEXO 4 – BCGI (LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008)

Quadro 19 – Critérios para definição do *score* do BCGI

I - EVIDENCIAÇÃO	
1	A empresa publica suas demonstrações na data exigida pela Lei? Fonte: CVM . Se a data de publicação IAN for menor ou igual a 30/04/(t+1), então, atribui-se 1, caso contrário 0.
2	A empresa publica demonstrações de acordo com normas internacionais de contabilidade (US-GAAP ou IFRS)? Fonte: NYSE e Bovespa. Se a empresa apresenta "SEC Filing" de "Annual Report" para o ano, então, atribui-se 1, caso contrário 0.
3	A empresa utiliza uma das grandes empresas internacionais de auditoria? Fonte: CVM ; Bovespa. Se a auditoria independente for feita pela Price Waterhouse Coopers, Deloitte & Touche, Arthur Andersen, KPMG ou Ernst&Young, então, atribui-se 1, caso contrário 0.
II – COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO (BOARD) E FUNCIONAMENTO	
4	O presidente do Conselho de Administração (<i>Chairman of the Board</i> - COB) e o Presidente (CEO) da empresa não são a mesma pessoa? Fonte: Bovespa. Se COB diferente de CEO, então, atribui-se 1, caso contrário 0.
5	Na composição do <i>Board</i>, não é predominante a presença de <i>insiders</i>? Fonte: Bovespa. Quando uma pessoa participa ao mesmo tempo do Conselho de Administração e da Diretoria ela é insider (ou seja, membro código 3, na tabela da Bovespa). Se a quantidade desses insiders dividida pela quantidade total dos membros do Conselho de Administração (ver próxima pergunta) for menor ou igual a 0,5, então, atribui-se 1, caso contrário 0.
6	O tamanho do <i>Board</i> está entre 5 e 9 membros conforme sugerido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa? Fonte: Bovespa. Quantidade de membros do Conselho de Administração (excluídos os listados como suplentes), se maior que 5 e menor que 9, então, atribui-se 1, caso contrário 0.
7	Os membros do <i>Board</i> têm mandatos consecutivos de um ano conforme sugerido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa? Fonte: Bovespa. Se o mandato for igual a 1 (um) ano, então, atribui-se 1, caso contrário 0.
8	Existe um Conselho Fiscal permanente? Fonte: Bovespa. Se sim, então, atribui-se 1, caso contrário 0.
III – ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE	
9	Os acionistas controladores possuem menos do que 50% das ações ordinárias? Fonte: Economática®. Se a quantidade de ações com direito a voto, possuídas pelo 1º maior acionista, dividida pela quantidade total de ações com direito a voto for menor ou igual a 0,5, então, atribui-se 1, caso contrário 0.

O percentual das ações ordinárias em relação ao total é maior do que 80%?	
10	Fonte: Economática®. Se a quantidade total de ações com direito a voto dividida pela quantidade total de ações com direito a voto mais quantidade de ações sem direito a voto for maior ou igual a 0,8, então, atribui-se 1, caso contrário 0.
A razão entre os direitos do fluxo de caixa (cash flow rights) em relação aos direitos de voto dos controladores é maior do que 1?	
11	Fonte: Economática®. Se o percentual de ações sem direito a voto (preferenciais), possuído pelo maior acionista, dividido pelo percentual de ações com direito a voto (ordinárias), possuído também pelo maior acionista for maior ou igual a 1, então, atribui-se 1, caso contrário 0.
O free float é maior ou igual ao requerido pelo novo mercado da Bovespa (25%)?	
12	Fonte: Economática®. Se a quantidade total de ações com direito a voto, possuídas por todos os acionistas exceto o maior, dividida pela quantidade total de ações com direito a voto (inclusive as do maior acionista) for maior ou igual a 0,25, então, atribui-se 1, caso contrário 0.
IV – DIREITOS DOS ACIONISTAS	
O estatuto da empresa estabelece a arbitragem como forma de resolver os conflitos?	
13	Fonte: Bovespa. Se a empresa está compromissada com a Câmara de Arbitragem da Bovespa, então, atribui-se 1, caso contrário 0.
O estatuto estabelece direitos de voto adicionais além daqueles exigidos pela Lei?	
14	Fonte: Bovespa. Verificado o estatuto. Se o estatuto estabelece esses direitos adicionais, então, atribui-se 1, caso contrário 0.
A empresa dá tag along aos seus acionistas além do que é exigido pela Lei?	
15	Fonte: Bovespa. Verificado o estatuto. Se a empresa dá tag along adicionais, então, atribui-se 1, caso contrário 0.