

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

**RELAÇÃO ENTRE A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E A INFORMATIVIDADE**  
**DOS LUCROS CONTÁBEIS NO MERCADO BRASILEIRO**

**Alfredo Sarlo Neto**

**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

**ALFREDO SARLO NETO**

**RELAÇÃO ENTRE A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E A INFORMATIVIDADE  
DOS LUCROS CONTÁBEIS NO MERCADO BRASILEIRO**

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 Doutor em Ciências Contábeis.

**Orientador: Prof. Dr. Alessandro Broedel Lopes**

**SÃO PAULO**

**2009**



## **FICHA CATALOGRÁFICA**

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

Sarlo Neto, Alfredo

Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro / Alfredo Sarlo Neto. -- São Paulo, 2009.

180 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2009

Bibliografia

1. Divulgação de informações financeiras 2. Demonstração financeira 2. Lucro 4. Acionista majoritário I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título.

CDD – 658.1512

**A todos que amo,  
meus pais, Seu Renato e Dona Maria Angélica,  
minha esposa, Andressa, e  
meus filhos Renato, Gabriel e Amanda.**

**Este trabalho é fruto de muita dedicação pessoal. Entretanto a sua realização seria impossível sem o auxílio daqueles que, de alguma forma, me apoiaram nesta trajetória.**

**Em primeiro lugar, agradeço aos meus pais, Renato Sarlo e Maria Angélica Sarlo, pelo apoio; e à minha família, pelo tempo em que estive ausente: minha esposa Andressa e meus filhos Renato, Gabriel e Amanda.**

**Devo agradecimentos especiais ao Prof. Dr. Alexsandro Broedel Lopes pelo tempo dispensado e pelo estímulo para a realização desta pesquisa. Também agradeço aos membros da banca de qualificação, Prof. Dr. Gilberto Martins e Prof. Dr. Luiz Paulo Fávero, pois, sem as suas relevantes contribuições, este trabalho não se tornaria uma realidade.**

**Também agradeço ao Prof. Dr. Adriano Rodrigues e ao Prof. Dr. Fernando Caio pelo especial auxílio, e aos colegas Luiz Claudio Louzada e Leonardo Dutra pelo incentivo dispensado.**

**Especialmente, agradeço aos companheiros Adolfo Henrique Silva, Emanuel Marcos Lima e Jorge Vieira da Costa, pelos bons momentos dentro e, principalmente, fora de aula.**

**Lembro, também, igualmente grato, o apoio dos companheiros de turma: Adriana Trapp, Claudio Wasserman, Dárcio Alves, Emanuel Junqueira, Márcia Espejo, Simone Silva e Ricardo Wutz.**

“Existem dois tipos de gente que perde dinheiro:  
aqueles que não sabem nada e aqueles que sabem tudo”

***Henry Kaufman,***

*Investidor, comentando a quebra do LTCM,  
fundo dirigido por dois prêmios Nobel de economia,*

*Myron Scholes e Robert Metron.*

## RESUMO

Este estudo objetivou investigar a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas no mercado acionário brasileiro. Foi considerada como informatividade a intensidade da relação entre o lucro contábil e o retorno das ações, mensurada pelo coeficiente angular da reta estimada entre essas duas variáveis. A pesquisa teve como foco a influência específica de duas características da estrutura de propriedade: a concentração dos votos e a divergência entre os direitos das ações (voto versus fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis. Tendo em vista a realidade do mercado brasileiro, a pesquisa considerou a adoção das práticas diferenciadas de governança corporativa como mecanismo redutor da influência da concentração de votos e da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis. Adicionalmente, a pesquisa abordou a diferença da informatividade entre o lucro contábil e o dividendo, provocada pela divergência entre os direitos das ações (voto versus fluxo de caixa). A importância deste estudo, no ambiente brasileiro, encontra-se no fato de o mercado brasileiro, diferente dos mercados desenvolvidos, ser caracterizado por uma forte concentração dos votos nas mãos de poucos acionistas e pelo desvio entre os direitos de voto e fluxo de caixa por intermédio da emissão de ações preferenciais. A relação entre a informatividade dos lucros contábeis e a concentração de votos e a divergência entre direitos foi fundamentada pelo efeito entrincheiramento e pelo efeito alinhamento. A metodologia adotada foi baseada na utilizada nos estudos de Fan e Wong (2002) e Francis *et. al.* (2005) desenvolvidos, respectivamente, no mercado do sudoeste asiático e no mercado americano. Utilizou-se a definição do maior acionista controlador. A amostra utilizada na pesquisa foi formada pelas empresas não-financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) durante o período de 2000 a 2006. Como a amostra de trabalho selecionada apresenta características de um painel desbalanceado, os modelos adotados foram estimados em três abordagens: Pooled, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Os resultados encontrados indicam que a concentração dos votos exerce uma influência negativa sobre a informatividade dos lucros contábeis. Quanto à divergência entre direitos, a influência negativa foi confirmada parcialmente. Diferente do resultado esperado, a divergência entre direitos exerce influência positiva sobre a informatividade dos lucros contábeis. Quando a divergência entre direitos passa a ser observada em conjunto com o excesso de votos, verifica-se a sua influência negativa sobre a informatividade dos lucros contábeis. Essa evidência sugere que a divergência entre os direitos passa a influenciar negativamente a informatividade somente quando o maior acionista controlador possui a maioria (>50%) dos votos. O maior impacto negativo sobre a informatividade dos lucros contábeis foi observado quando ocorre a combinação da concentração de votos com a divergência entre direitos. Sobre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, não foi confirmado o seu papel como elemento redutor da influência da concentração de votos e da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis. Em relação à comparação da informatividade dos lucros contábeis e dos dividendos, foram levantadas as seguintes evidências: (i) quando condicionadas a divergência entre direitos, foi observada a diferença estatística entre as informatividades dos lucros contábeis e a dos dividendos, e (ii) ao contrário do esperado, sob a influência da divergência entre direitos, a informatividade dos lucros contábeis aumenta e à dos dividendos diminui.



## ABSTRACT

*This present study consists on examining the effects of the ownership structure over the informativeness of the accounting earnings which are disclosed by traded companies in the Brazilian stock market. Informativeness is about measuring how intense is the relation between accounting earnings and stock prices considering the angular coefficient of the probable straight line between these two variables. The research focus on the specific influence of two ownership structure's characteristics: the concentration of the vote rights and the divergence between the rights of the shares (vote versus cash flow) on the accounting earnings informativeness. Analyzing the Brazilian market, this study considerate the use of the different practices of corporative governance to reduce the influence of the concentration of vote rights and the divergence between rights on the accounting earnings informativeness. It also approaches the difference of the informativeness between accounting earnings and dividends, caused by the divergence between the rights of the shares (vote versus cash flow). The relevance of this study, in the Brazilian reality, meets in the fact that the Brazilian market, different from other developed markets, is the typical concentration of the vote rights at the hands of a few shareholders, plus the deviation between the rights to vote and cash flow through emission of preferential shares. The relation between the informativeness of the accounting earnings and the concentration of votes and the divergence among rights was based on the entrenchment and the alignment effects. Its methodology was based on the studies made by Fan and Wong (2002) and Francis et. al. (2005) in Asian southwestern market and the American market. The definition of the largest ultimate owner was used. The sample used in the research was formed by the no-financial companies listed in the São Paulo Stock Exchange (Bovespa) during the years of 2000 the 2006. There were three approaches: pooled, fixed effect and random effect. The results show that the concentration of the vote rights has a negative influence on the accounting earnings informativeness. Concerning the divergence between rights, the negative influence was confirmed partially. However, as an unexpected result, the divergence between rights has positive influence on the accounting earnings informativeness. When the divergence between rights is taken into consideration within the excess of votes, it becomes clear its negative influence over the accounting earnings informativeness. This evidence suggests that the divergence among rights can influence negatively the informativeness only when the largest ultimate owner has the majority (>50%) of the vote rights. The most negative impact on the accounting earnings informativeness was observed when the combination of the concentration of votes with the divergence between rights occurs. Concerning the different practices of corporative governance as the reducing element of the influence of the concentration of votes and the divergence between rights over the accounting earnings informativeness, it was not confirmed. At last, comparing informativeness of accounting earnings and dividends, evidences emerged: (i) when the divergence for rights were conditioned, there was a difference in statistics between informativeness of accounting earnings and dividends, and (ii) whereas, unexpectedly, under the influence of the divergence within rights, accounting earnings informativeness increased and informativeness dividends decreased.*

## SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS .....	3
LISTA DE QUADROS .....	4
LISTA DE FIGURAS .....	5
LISTA DE TABELAS .....	6
1 INTRODUÇÃO .....	9
1.1 Contextualização .....	9
1.2 Problema de pesquisa .....	13
1.3 Hipóteses .....	14
1.4 Objetivo geral e objetivos específicos .....	15
1.5 Importância da pesquisa .....	16
1.6 Parametrizações .....	18
1.7 Organização do trabalho .....	21
2 PLATAFORMA TEÓRICA .....	23
2.1 Revisão da Literatura .....	23
2.1.1 Literatura internacional .....	23
2.1.2 Literatura nacional .....	31
2.2 A estrutura de propriedade das empresas brasileiras .....	35
2.2.1 Classes de ações .....	35
2.2.2 Dividendos e juros sobre capital próprio .....	38
2.2.3 Estruturas de propriedade de acordo com a legislação societária brasileira .....	40
2.2.3.1 Classificação da estrutura de propriedade conforme as classes de ações .....	41
2.2.3.2 Classificação da estrutura de propriedade conforme divergência entre direitos .....	42
2.2.3.3 Classificação da estrutura de propriedade conforme número de controladores .....	44
2.2.4 Características da estrutura de propriedade das empresas brasileiras .....	45
2.2.4.1 Concentração dos votos .....	45
2.2.4.2 Divergências entre direitos .....	47
2.2.4.3 Estrutura piramidal de controle .....	49
2.2.4.4 Identidade dos controladores .....	50
2.2.4.5 Síntese das características .....	51
2.2.5 Governança corporativa nas empresas brasileiras .....	52
2.2.5.1 Práticas diferenciadas de governança corporativa .....	55
2.3 A estrutura de propriedade e a informatividade da contabilidade .....	56
2.3.1 A função da contabilidade no mercado acionário .....	57
2.3.2 A informatividade - relação entre o lucro contábil e o retorno das ações .....	58
2.3.3 A Teoria da agência e a contabilidade .....	61
2.3.3.1 O conflito entre acionistas majoritários e acionistas minoritários .....	62
2.3.4 Efeitos relacionados com a estrutura de propriedade .....	63
2.3.4.1 O efeito entrincheiramento .....	63
2.3.4.2 O efeito alinhamento .....	65
2.3.4.3 O efeito cumprimento .....	66
2.3.4.4 O efeito informação .....	67
2.3.5 Os efeitos e a informatividade dos lucros contábeis .....	68
2.3.5.1 Relação entre a concentração dos votos e a informatividade .....	69
2.3.5.2 Relação entre a divergência entre direitos e a informatividade .....	70
2.3.5.3 O efeito das práticas diferenciadas de governança corporativa .....	72
3 METODOLOGIA .....	77
3.1 Aspectos metodológicos .....	77
3.2 Seleção da amostra de trabalho e das subamostras .....	78

3.3	Definição das variáveis .....	81
3.3.1	Variáveis dependente e independentes .....	81
3.3.2	Variáveis de controle .....	85
3.4	Base de dados .....	87
3.5	Modelos .....	90
3.5.1	Modelo concentração de votos (MCV) .....	95
3.5.2	Modelo divergência entre direitos (MDD) .....	95
3.5.3	Modelo combinado (MCB) .....	96
3.5.4	Modelo governança (MGOV) .....	97
3.5.5	Modelo lucros e dividendos (MLD) .....	99
3.6	Relação entre hipóteses, modelos e subamostras .....	100
3.7	Resultados esperados .....	101
3.7.1	Resultados esperados para o modelo concentração de votos (MCV) .....	102
3.7.2	Resultados esperados para o modelo divergência entre direitos (MDD) .....	103
3.7.3	Resultados esperados para o modelo governança (MGOV) .....	104
3.7.4	Resultado esperado para o modelo lucros e dividendos (MLD) .....	105
3.8	Resumo dos resultados esperados .....	106
4	RESULTADOS ENCONTRADOS .....	109
4.1	Estatística descritiva e correlação entre variáveis .....	109
4.2	A estrutura de propriedade das empresas .....	111
4.2.1	Concentração de votos .....	111
4.2.2	Divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) .....	113
4.2.3	Níveis diferenciados de práticas de governança corporativa .....	115
4.3	Influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis ..	116
4.3.1	Modelo concentração de votos .....	116
4.3.1.1	Sobre a amostra de trabalho .....	116
4.3.1.2	Sobre a amostra estrutura simples .....	118
4.3.1.3	Sobre a amostra estrutura múltipla .....	120
4.3.2	Modelo divergência entre direitos .....	121
4.3.3	Modelo combinado .....	123
4.3.4	Modelo governança .....	126
4.3.4.1	Modelo governança - versão concentração de votos .....	126
4.3.4.2	Modelo governança - versão divergência entre direitos .....	128
4.3.5	Modelo lucros e dividendos .....	130
4.4	Resumo dos resultados encontrados .....	134
5	CONCLUSÕES .....	135
5.1	Conclusões sobre as questões relacionadas à estrutura de propriedade .....	135
5.2	Outras Conclusões .....	139
5.3	Limitações da pesquisa .....	141
5.4	Sugestões para pesquisas futuras .....	142
	REFERÊNCIAS .....	145
	APÊNDICES .....	159

**LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ADR: *American Depositary Receipts*  
AM: Amostra Múltipla  
AS: Amostra Simples  
AT: Amostra de Trabalho  
BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo  
CV: Concentração de Votos  
CVM: Comissão de Valores Mobiliários  
DG: Amostra Divergência  
DGP: Amostra Divergência com Governança  
DIV: Amostra Dividendos  
DIVA: Dividendo Ajustado  
DIVEXT: Divulgação Externa da Comissão de Valores Mobiliários  
DIVJ: Amostra Dividendos e JSCP  
DMPL: Demonstração da Mutação do Patrimônio Líquido  
DOAR: Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos  
DRE: Demonstração do Resultado dos Exercícios  
EA: Efeitos Aleatórios  
EF: Efeitos Fixos  
EM: Estrutura Múltipla  
END: Índice de Endividamento  
ES: Estrutura Simples  
EV: Excesso de Votos  
FC: Direitos de Fluxo de Caixa  
HME: Hipótese do Mercado Eficiente  
IBOV: Índice Ibovespa  
IDD: Índice de Divergência entre Direitos de Voto e de Fluxo de Caixa  
IFRS: *International Financial Reporting Standards*  
IRRF: Imposto de Renda Retido na Fonte  
JSCP: Juros sobre Capital Próprio  
LLA: Lucro Líquido Ajustado  
MAC: Maior Acionista Controlador  
MCB: Modelo Combinado  
MCV: Modelo Concentração de Votos  
MDD: Modelo Divergência entre Direitos  
MLD: Modelo Lucros e Dividendos  
MQG: Mínimos Quadrados Generalizados  
MQO: Mínimos Quadrados Ordinários  
MTB: *Market-to-Book*  
NEG: Perdas (prejuízos)  
NM: Novo Mercado  
OCDE: *Organization for Economic Co-operation and Development*  
RA: Retorno Anormal  
ROI: Retorno sobre Investimento  
RSPL: Retorno sobre Patrimônio Líquido  
TAM: Tamanho  
TLR: *Timeliness Loss Recognition*  
US GAAP: *Generally Accepted Accounting Principles in the United States*

**LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 - Diferenças entre a estrutura acionária conforme o sistema legal.....	27
Quadro 2 - Estudos sobre temas relacionados à estrutura de propriedade – 1998 a 2006 .....	34
Quadro 3 - Interesses relacionados com cada tipo de Ação .....	37
Quadro 4 - Dividendos versus Juros sobre Capital Próprio (JSCP).....	38
Quadro 5 - Relação entre classes de ações e a divergência entre direitos na posição do controlador .....	43
Quadro 6 - Características do modelo latino-americano de governança corporativa.....	53
Quadro 7 - Comparativo entre segmentos de listagem .....	55
Quadro 8 - Classificação da proteção legal dos investidores conforme a origem das leis.....	66
Quadro 9 - Segmentos de listagem da Bovespa .....	87
Quadro 10 - Relação entre hipóteses, modelos e subamostras.....	101
Quadro 11 - Resumo resultados esperados por hipótese e por modelo.....	107
Quadro 12 - Resumo dos resultados dos modelos estimados.....	134
Quadro 13 - Resultado encontrado para cada hipótese de trabalho .....	135

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Opções de estrutura de propriedade considerando-se as classes de ações .....	42
Figura 2 - Opções de estrutura de propriedade considerando-se a divergência entre direitos .	43
Figura 3 - Opções de estrutura de propriedade considerando-se o número de controladores..	44
Figura 4 - Relação entre informatividade e concentração dos votos sob o efeito entrincheiramento .....	69
Figura 5 - Relação entre informatividade e divergência entre direito sob o efeito alinhamento .....	71
Figura 6 - Relação entre concentração de votos e informatividade considerando-se a adoção de práticas diferenciadas de governança .....	74
Figura 7 - Relação entre divergência entre direitos e informatividade considerando-se a adoção de práticas diferenciadas de governança.....	75
Figura 8 - Segregação das subamostras.....	80
Figura 9 - Janela para o cálculo do retorno anormal .....	82
Figura 10 - Índice de divergência entre direitos.....	84
Figura 11 - Processo de escolha da especificação mais adequada .....	93
Figura 12 - Relação entre informatividade e concentração dos votos.....	102
Figura 13 - Relação entre informatividade e divergência entre direitos .....	103
Figura 14 - Relação entre informatividade e adoção de práticas de governança corporativa	104
Figura 15 - Relevância dos lucros contábeis e dividendos e tipos de estrutura .....	106
Figura 16 - Relação entre informatividade dos lucros contábeis e divergência entre direitos observada no mercado brasileiro .....	137

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Concentração de votos nas empresas brasileiras de 1998 a 2002 .....	11
Tabela 2 - Concentração acionária das cias. brasileiras em outubro de 2006 .....	11
Tabela 3 - Composição acionária direta das empresas brasileiras em 1996 .....	46
Tabela 4 - Concentração de votos nas empresas brasileiras de 1998 a 2002 .....	46
Tabela 5 - Composição acionária direta e indireta das companhias brasileiras em 2000 .....	47
Tabela 6 - Composição acionária direta das empresas brasileiras em 1996 .....	47
Tabela 7 - Participação indireta nas empresas brasileiras em 2000 .....	48
Tabela 8 - Estrutura piramidal nas empresas brasileiras em 2000 .....	49
Tabela 9 - Proporção de controladores por identidade de 1998 a 2002 .....	50
Tabela 10 - Concentração da participação acionária em países latino-americanos em 2002 ..	54
Tabela 11 - Número de ações (observações) por ano contidas na amostra de trabalho .....	79
Tabela 12 - Critérios utilizados e número de observações por amostra/subamostras .....	80
Tabela 13 - Lista de setores de atuação .....	88
Tabela 14 - Estatística descritiva das variáveis .....	109
Tabela 15 - Correlação entre as variáveis .....	109
Tabela 16 - Correlação entre as combinações de variáveis utilizadas nos modelos .....	110
Tabela 17 - Evolução da Concentração de Votos de 2000 a 2006 .....	111
Tabela 18 - Comportamento da concentração de votos em cada subamostra .....	112
Tabela 19 - Evolução do índice de divergência entre direitos de 2000 a 2007 .....	113
Tabela 20 - Comportamento do índice de divergência entre direitos por amostra .....	114
Tabela 21 - Distribuição das observações por nível de governança corporativa .....	115
Tabela 22 - Testes de especificação para modelo concentração de votos (amostra de trabalho) .....	116
Tabela 23 - Resultados do modelo concentração de votos sobre amostra de trabalho .....	117
Tabela 24 - Testes de especificação do modelo concentração de votos (estrutura simples)..	118
Tabela 25 - Resultados do modelo concentração de votos sobre amostra estrutura simples.	119
Tabela 26 - Testes de especificação do modelo concentração de votos (estrutura múltipla).	120
Tabela 27 - Resultados do modelo concentração de votos sobre amostra estrutura múltipla	120
Tabela 28 - Testes de especificação do modelo divergência entre direitos (amostra estrutura múltipla) .....	121
Tabela 29 - Resultados do modelo divergência entre direitos sobre a amostra estrutura múltipla .....	122
Tabela 30 - Resultados dos testes de especificação do modelo combinado (amostra de trabalho) .....	124
Tabela 31 - Resultados do modelo combinado sobre amostra de trabalho .....	125
Tabela 32 - Testes de especificação do modelo governança versão concentração de votos..	126
Tabela 33 - Resultados modelo governança (concentração de votos) sobre amostra de trabalho .....	127
Tabela 34 - Testes de especificação modelo governança versão divergência entre direitos..	128
Tabela 35 - Resultados modelo governança (divergência entre direitos) sobre amostra estrutura múltipla .....	129
Tabela 36 - Resultados sobre amostra dividendos e juros e dividendos .....	131
Tabela 37 - Teste de igualdade entre coeficientes – lucros versus dividendos .....	133
Tabela 38 - Variáveis de controle dos lucros contábeis ajustados (amostra de trabalho) .....	170
Tabela 39 - Variáveis de controle dos dividendos ajustados (amostra de trabalho) .....	170
Tabela 40 - Teste de heterocedasticidade de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg .....	171
Tabela 41 - Tabela de frequência das variáveis concentração de votos e índice de divergência entre direitos .....	172

Tabela 42 - Estatística descritiva – concentração de votos e índice de divergência entre direitos.....	172
Tabela 43 - Resultados da aplicação do modelo concentração de votos (MCV) sobre a amostra estrutura de trabalho (AT).....	173
Tabela 44 - Resultados da aplicação do modelo concentração de votos (MCV) sobre a amostra estrutura simples (ES).....	174
Tabela 45 - Resultados da aplicação do modelo concentração de votos (MCV) sobre a amostra estrutura múltipla (EM).....	175
Tabela 46 - Resultados da aplicação do modelo divergência entre direitos (MDD) sobre a amostra estrutura múltipla (EM).....	176
Tabela 47 - Resultados da aplicação do modelo combinado (MCB) sobre a amostra de trabalho (AT).....	177
Tabela 48 - Resultados da aplicação do modelo governança (MGOV) versão concentração de votos sobre a amostra de trabalho (AT).....	178
Tabela 49 - Resultados da aplicação do modelo governança (MGOV) versão divergência entre direitos sobre a amostra estrutura múltipla (EM).....	179
Tabela 50 - Resultados da aplicação do modelo lucros e dividendos (MLD) sobre a amostra dividendos com juros (DIVJ) e a amostra dividendos (DIV).....	180





# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização

A relevância da contabilidade para os usuários externos pode ser considerada como um dos temas mais estudados pela pesquisa em contabilidade. Nos mercados de capitais desenvolvidos, o conjunto de trabalhos dedicados a este tema levantou um extenso número de evidências que demonstraram exaustivamente a importância da contabilidade para os seus usuários externos.

A idéia de relevância da contabilidade está diretamente ligada à sua capacidade informacional, que significa o seu potencial de transmitir informações que influenciam as expectativas de seus usuários. Na atividade prática da pesquisa em contabilidade, a capacidade informacional é substituída pelo termo informatividade (*informativeness*)<sup>1</sup>.

A informatividade é identificada como a relação entre a informação contábil e os preços das ações, sendo, usualmente, representada pela associação entre o retorno dos preços das ações e o lucro contábil. Assim, quanto maior a relação entre o retorno das ações e o lucro contábil, maior será a informatividade do lucro divulgado pela contabilidade.

No Brasil, a partir do início desta década, a informatividade dos números contábeis divulgados para o mercado acionário tem sido um tema que vem despertando o interesse dos pesquisadores em contabilidade. Apesar de não ser tão extensa quanto a internacional, a pesquisa levantou um conjunto de evidências que indicam a relevância dos números contábeis divulgados para o mercado acionário local. Entre os primeiros trabalhos realizados sobre este tema no mercado brasileiro, podemos citar Schiehll (1996), Martinez (2001), Lopes (2001) e Bernardo (2001).

Enquanto na pesquisa nacional se iniciava a busca por evidências sobre a informatividade dos lucros contábeis, na literatura internacional foi elaborada uma série de trabalhos, com

---

<sup>1</sup> Informatividade: tradução livre do autor para o termo *Informativeness*. Segundo o dicionário eletrônico Babylon (2007), *Informativeness* significa: qualidade do que é informado, qualidade daquilo que fornece informação.

destaque para os realizados por La Porta *et al.* (1999), Ali e Hwang (2000) e Ball *et al.* (2000), que encontraram evidências de que o nível de informatividade está correlacionado com o ambiente de governança corporativa onde a contabilidade é elaborada.

Recentemente, trabalhos presentes na literatura internacional procuraram verificar a influência de aspectos da estrutura de propriedade das empresas sobre a informatividade dos lucros contábeis. Entre os trabalhos realizados devem-se destacar: Warfield *et al.* (1995), que analisaram a influência da participação acionária dos administradores no mercado americano; Fan e Wong (2002), que estudaram o impacto da concentração dos votos e da divergência entre direitos de voto e de fluxo de caixa em poder do acionista controlador nos mercados do sudoeste asiático; Francis *et al.* (2005), que observaram a informatividade dos lucros contábeis e a diferença de informatividade entre os lucros contábeis e os dividendos, na presença da divergência entre os direitos de voto e de fluxo de caixa no mercado americano; Wang (2006), estudou a influência da participação dos fundadores (famílias) sobre a qualidade dos lucros contábeis no mercado americano; e Piotroski *et al.* (2007) analisaram as práticas contábeis adotadas pelas empresas estatais no mercado chinês. Estes trabalhos levantaram um conjunto relevante de evidências que confirmaram a influência de aspectos da estrutura de propriedade sobre o nível de informatividade da contabilidade em três diferentes mercados: o americano, o chinês e o do sudoeste asiático.

Entre as características do mercado acionário brasileiro, a estrutura de propriedade das empresas brasileiras pode ser considerada como uma de suas mais marcantes. Os trabalhos dedicados a estudar a estrutura de propriedade das empresas brasileiras, realizados principalmente pelas áreas de administração/finanças, verificaram o alto grau de concentração dos votos sob o controle do acionista majoritário, a ampla utilização da emissão de ações sem direito a voto (preferenciais) e a utilização de estruturas piramidais de controle. Em estudo realizado sobre a estrutura de propriedade das empresas no Brasil, Carvalhal-da-Silva (2004, p.1) comenta: “[...] os resultados mostram alto grau de concentração do capital votante. [...] Nota-se, também, diferença razoável entre o percentual de votos e de capital total nas mãos dos grandes acionistas.”

Os dados listados na Tabela 1 demonstram a concentração de votos em poder dos acionistas controladores, levantada na pesquisa realizada por Okimura (2003) no mercado brasileiro. Em levantamento realizado no exercício de 2000, Carvalhal-da-Silva (2004) também verificou

que os maiores acionistas, tanto pelo controle direto quanto pelo controle indireto, possuem parcela significativa do capital votante.

**Tabela 1 - Concentração de votos nas empresas brasileiras de 1998 a 2002**

		CON <sup>a</sup> (%)
Média	1998	75,7
	1999	75,5
	2000	76,1
	2001	77,3
	2002	76,2
Amostra Total	Média	76,1
	Mediana	79,5

Nota: <sup>a</sup> Concentração de votos dos acionistas controladores

FONTE: adaptado de Okimura (2003, p.63)

Com dados mais recentes, Assaf Neto (2007) apresenta levantamento, representado pela Tabela 2, demonstrando que a composição acionária das empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) é mais concentrada do que as empresas negociadas no mercado americano. Os indicadores da composição acionária revelam uma forte concentração de ações com direito a voto nas companhias abertas brasileiras (ASSAF NETO, 2007, p. 68).

**Tabela 2 - Concentração acionária das cias. brasileiras em outubro de 2006**

	IBOVESPA <sup>1</sup>	BOVESPA <sup>2</sup>	DOW JONES <sup>2</sup>
01 Acionista	36,2%	53,2%	6,3%
02 Acionista	47,0%	64,3%	10,9%
03 Acionista	51,9%	68,9%	14,5%

Notas: 1 Fonte: Econômica, 2 Fonte: Reuters

FONTE: adaptado de Assaf Neto (2007, p.68)

Outra característica importante do mercado brasileiro é a emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). As duas principais características da estrutura de propriedade no Brasil são a concentração de votos e a emissão de ações sem direito a voto (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004). A emissão de ações preferenciais provoca uma assimetria entre os direitos dos acionistas, por criar ações com direitos divergentes. Enquanto as ações ordinárias possuem direito a voto, as ações preferenciais possuem preferência no pagamento dos dividendos.

A presença destes dois mecanismos, a alta concentração dos votos e a divergência entre direitos das ações, contribui na formação do tipo de conflito de agência existente nas

empresas brasileiras. Ao invés de o conflito existir entre os interesses dos administradores e dos acionistas, tal como observado nos mercados mais desenvolvidos - o americano e o inglês - o conflito de agência nas empresas brasileiras passa a emergir sobre os diferentes interesses dos acionistas majoritários (controladores) e dos minoritários.

Outro fato importante a ser incluído na análise do mercado brasileiro é a sua atual evolução. Apesar de não ser considerado como um mercado desenvolvido e apresentar características similares aos mercados de países da Europa continental (França, Itália e Alemanha) e dos países asiáticos (principalmente do sudoeste asiático), o mercado brasileiro tem registrado avanços, especialmente em relação ao seu crescimento e a sua autoregulação. Provavelmente, o maior evento que possa refletir este desenvolvimento tenha sido a implantação de níveis diferenciados de governança corporativa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Criados pelos próprios agentes de mercado, os níveis de governança corporativa compreendem segmentos especiais de listagem, onde as empresas listadas se comprometem voluntariamente a adotar um conjunto de práticas de governança corporativa além daquelas exigidas pela legislação.

Recentes pesquisas realizadas no mercado brasileiro constataram pelo conjunto de evidências, que a informatividade dos lucros contábeis varia na presença de diversos atributos ou características das empresas e do próprio mercado. Os fatos encontrados indicam a influência dos seguintes elementos: Tipo de Ações, por Lopes (2001) e Sarlo Neto (2004); Regulamentação, por Sarlo Neto (2002); e Conservadorismo, por Costa (2004). Entretanto, evidências específicas sobre a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis ainda não foram encontradas no mercado brasileiro.

Apesar dos trabalhos presentes na literatura internacional em contabilidade, observa-se a ausência de pesquisas sobre este tema (estrutura de propriedade) na literatura brasileira. Assim, de forma inovadora, o presente trabalho procura investigar a relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis<sup>2</sup> no mercado acionário brasileiro. Seguindo a tendência internacional, este estudo possui a finalidade de investigar a influência de dois mecanismos presentes na estrutura de propriedade das empresas brasileiras: a concentração dos votos e a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa).

---

<sup>2</sup> Lucros Contábeis: termo utilizado para representar, neste estudo, tanto lucros quanto prejuízos.

Este trabalho se desenvolve sobre a seguinte tese: dada a realidade do mercado acionário brasileiro, em que o conflito de agência ocorre entre acionistas majoritários e minoritários, duas características da estrutura de propriedade das empresas negociadas na Bovespa, a concentração dos votos e a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa), exercem influência sobre a informatividade dos lucros contábeis.

Quanto à metodologia, a pesquisa necessitará adotar uma abordagem adequada para mensurar a relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis<sup>3</sup>, respeitadas as peculiaridades do mercado brasileiro. Considerando os seguintes elementos: (i) a existência de empresas que adotam diferentes configurações para a sua composição acionária (somente ordinárias versus ordinárias e preferenciais), e (ii) a adoção de níveis diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), os modelos econométricos serão aplicados em amostras que procuram representar estas peculiaridades.

Portanto, espera-se que o presente trabalho possa contribuir para ampliar o conhecimento sobre o papel das informações contábeis divulgadas no mercado brasileiro, procurando levantar evidências sobre um determinado tema: a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis.

## **1.2 Problema de pesquisa**

Considerando a necessidade de pesquisa das evidências relacionadas à estrutura de propriedade e à relevância da contabilidade no mercado brasileiro, apresenta-se a seguinte questão-problema:

**Qual a relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa?**

Sob o olhar investigativo, a questão formulada possui a intenção de verificar e mensurar a associação entre a estrutura de controle e os lucros contábeis das empresas negociadas na

---

<sup>3</sup> Cabe ressaltar que o interesse do trabalho repousa exclusiva, e restritivamente, sobre a informatividade dos lucros contábeis, e não sobre o conjunto das informações produzidas e divulgadas pela contabilidade, que englobariam um conjunto maior de métricas (ex.: ativo, passivo e patrimônio líquido).

Bovespa. Como a estrutura de controle pode ser considerada um termo abrangente que compreende diversos itens relacionados à composição acionária das empresas, existe a necessidade, para o levantamento de evidências adequadas, do desenvolvimento de questões de trabalho elaboradas sobre itens mais bem definidos e específicos. A partir das evidências comentadas na literatura internacional, apresentam-se as seguintes questões de trabalho:

**Qual a relação entre a concentração dos votos e a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa?**

**Qual a relação entre a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) das ações e a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa?**

As questões específicas elaboradas são independentes entre si, e a resposta de uma não está condicionada à resposta da outra. Entretanto, as respostas podem ser complementares, ou seja, a resposta de uma pode reforçar e ampliar as evidências encontradas pela outra, e vice-versa.

### **1.3 Hipóteses**

Desta maneira, com base nas questões apresentadas, foram elaboradas as seguintes hipóteses relacionadas à concentração de votos e à divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) e a informatividade dos lucros contábeis das empresas negociadas na Bovespa:

**Ha:** A informatividade dos lucros contábeis divulgados é negativamente relacionada com a concentração de votos.

**Hb:** A informatividade dos lucros contábeis é negativamente relacionada com a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa).

**Hc:** A influência da concentração dos votos e da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis é menor em empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa.

**Hd:** Na medida em que provoca a redução na informatividade dos lucros contábeis, a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) provoca o aumento da informatividade dos dividendos.

As hipóteses de trabalho apresentadas acima foram motivadas pelas evidências encontradas pela literatura internacional, especificamente as levantadas pelas pesquisas de Fan e Wong (2002) no mercado asiático e Francis *et al.* (2005) no mercado americano. Entretanto, as hipóteses foram elaboradas de acordo com o ambiente de governança existente no mercado brasileiro, e para a sua adequada verificação foram segregadas amostras específicas para atender a cada uma das hipóteses.

#### **1.4 Objetivo geral e objetivos específicos**

De acordo com o problema de pesquisa apresentado, este estudo possui o objetivo de investigar a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis das empresas negociadas na Bovespa.

Num primeiro momento, este objetivo pode ser considerado amplo e devidamente rotulado como um objetivo geral, pois a informatividade dos lucros contábeis pode estar relacionada a diversos aspectos da estrutura de propriedade, tais como: classificação das ações, concentração dos votos, divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) ou natureza dos acionistas.

A amplitude do objetivo apresentado pode corresponder a uma limitação para a sua realização. Dessa maneira, o objetivo geral será desmembrado em objetivos específicos para facilitar a execução da pesquisa. Pelo propósito do estudo, os objetivos específicos foram direcionados sobre 2 (dois) aspectos da estrutura de propriedade que podem, conforme o arcabouço teórico, exercer influência sobre a informatividade dos lucros contábeis.

Os objetivos específicos são:

- a) verificar e caracterizar a influência da concentração dos votos sobre a informatividade dos lucros contábeis;



- b) verificar e caracterizar a influência da divergência entre os direitos (voto versus fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis;
- c) verificar se a influência da divergência entre os direitos (voto versus fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis está condicionada ao excesso de votos;
- d) verificar a influência conjunta da concentração de votos e da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis;
- e) verificar e caracterizar a influencia da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) sobre a informatividade dos dividendos; e
- f) verificar se a adoção, pelas empresas, de práticas diferenciadas de governança corporativa reduz a influência da concentração dos votos e da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis.

Além dos objetivos específicos apresentados, pode-se associar outros 4 (quatro) objetivos indiretos a este estudo: (i) verificar, por intermédio da metodologia aplicada, baseada sobre a relação entre o retorno das ações e o lucro contábil, o nível de eficiência do mercado brasileiro; (ii) examinar a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro sobre a influência de quatro fatores (market-to-book, tamanho, endividamento e perdas) estudados na literatura internacional, mesmo com o aumento dos estudos realizados no mercado brasileiro dedicados à informatividade dos lucros contábeis, ainda existem poucas evidências sobre a influência destes fatores; (iii) observar a influência do ambiente de governança corporativa sobre a informatividade dos lucros contábeis; e (iv) verificar se existe diferença entre a informatividade dos lucros contábeis e a dos dividendos.

## **1.5 Importância da pesquisa**

Pela proposta da pesquisa, espera-se que ela possa contribuir para o entendimento dos incentivos provocados pela concentração dos votos e pela divergência entre os direitos de voto e fluxo de caixa sobre o papel da contabilidade no mercado brasileiro. Assim, esta pesquisa pode ser considerada relevante devido aos seguintes pontos:

- a) Considerando as pesquisas realizadas na área de contabilidade no Brasil, este trabalho pode ser considerado como inovador. A sua inovação consiste na busca de evidências

sobre a influência da estrutura de propriedade sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis divulgados no mercado brasileiro.

- b) Abordar a realidade do mercado de capitais brasileiro pode ser uma contribuição para a literatura internacional. O mercado brasileiro possui um ambiente de governança onde a estrutura de propriedade das empresas apresenta características diferentes das encontradas nos mercados em que foram realizados os estudos existentes. Essas diferenças são:
- a) enquanto no Brasil a emissão de ações sem direito a votos é intensamente utilizada, no mercado asiático, conforme documentado por Fan e Wong (2002), usa-se preferencialmente as estruturas piramidais para a manutenção do controle;
  - b) em relação à concentração acionária, no mercado brasileiro ela é elevada e concentrada nas mãos de um pequeno número de acionistas, enquanto no mercado americano, ela é dispersa. Na média, as companhias brasileiras são controladas por seus 3 (três) maiores acionistas (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004, p.353);
  - c) outra diferença compreende os segmentos especiais de listagem, os níveis diferenciados de governança corporativa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Esses segmentos de listagem são restritos às empresas que adotam, espontaneamente, práticas diferenciadas de governança corporativa;
  - d) ainda, no mercado brasileiro, existem elementos peculiares de remuneração dos acionistas. Estes elementos são os dividendos mínimos obrigatórios e os juros sobre capital próprio (JSCP).
- c) Além de abordar os principais efeitos associados aos mecanismos da estrutura de propriedade documentados pela literatura internacional: entrenchamento e alinhamento, esta pesquisa procura investigar o impacto destes efeitos sobre os benefícios da adoção das práticas de governança corporativa.
- d) As evidências encontradas nesta pesquisa podem ser úteis aos órgãos normativos relacionados com a regulação da contabilidade no Brasil. Os resultados deste trabalho podem contribuir para a confecção de normas sobre a prática contábil em ambientes que possuem como características a concentração de votos e a divergência entre direitos.
- e) E, por fim, os resultados encontrados nesta pesquisa podem ser úteis para vários tipos de usuários das informações contábeis, tais como: investidores, analistas de mercado, credores e pesquisadores.

Espera-se que esta pesquisa possa enriquecer e aumentar o conhecimento sobre a informatividade da contabilidade no mercado brasileiro. Num sentido mais amplo, a pretensão deste trabalho é ampliar o conhecimento do papel da contabilidade no Brasil e, indiretamente, nos países menos desenvolvidos.

## 1.6 Parametrizações

A primeira parametrização desta pesquisa diz respeito ao ambiente da contabilidade. Espera-se que as informações contábeis divulgadas sejam relevantes para o mercado. Dessa maneira, considerando a Hipótese do Mercado Eficiente, o mercado brasileiro deve apresentar uma forma semiforte. Entre as formas indicadas pela Hipótese do Mercado Eficiente, a forma semiforte possui uma significativa importância para a contabilidade. Um mercado é dito eficiente no sentido semiforte, quando os preços refletem (incorporam) toda informação publicamente disponível, como as demonstrações financeiras publicadas pela empresa, bem como dados históricos de preço (ROSS *et al.*, 1995, p.267).

Em um mercado eficiente na forma semiforte, as informações divulgadas pela contabilidade deveriam estar refletidas nos preços das ações. Assim, nesta situação haveria uma forte relação entre a contabilidade e o mercado, pois a alteração em uma variável contábil poderia provocar uma variação nos preços das ações. Para o desenvolvimento desta pesquisa, a existência de um mercado eficiente na forma semiforte proporciona a possibilidade de construção de hipóteses que podem verificar a importância das informações contábeis para os seus usuários.

A segunda parametrização refere-se ao termo informatividade. Pelo conceito de *Information Approach*<sup>4</sup>, a contabilidade é vista como um meio para a transmissão de informação. Sendo uma fonte de informação, a contabilidade se torna uma ferramenta útil para auxiliar o seu usuário no processo de decisão. Informa Lopes (2002, p.31), “*Information Approach* concebe a contabilidade no seu papel de fornecedora de informação para os agentes econômicos.” Sob o *Information Approach*, os números divulgados pela contabilidade, tais como: lucro contábil ou patrimônio líquido, devem possuir capacidade informacional. O potencial de transmitir

---

<sup>4</sup> Abordagem da Informação.

informações que possam influenciar as expectativas de seus usuários corresponde à capacidade informacional das variáveis contábeis. Dentro do escopo deste estudo, a informatividade é adotada como uma *proxy* da capacidade informacional dos lucros.

A terceira parametrização consiste na definição das variáveis representativas da estrutura de propriedade. A definição da estrutura de propriedade é fundamental para a compreensão da sua influência sobre o problema de agências das empresas e, conseqüentemente, sobre a contabilidade.

Diferentemente das antigas sociedades empresariais, em que a figura do proprietário e controlador se personificava em apenas uma pessoa, as sociedades modernas apresentam como uma das suas maiores características a separação entre propriedade e controle. Segundo Berle e Means (1932), o traço distintivo da corporação moderna reside na separação entre propriedade, pulverizada entre muitos acionistas, e controle, exercido por diretores que, no máximo, possuiriam uma pequena fração do capital da empresa.

A estrutura de propriedade pode ser, juntamente com a proteção legal, considerada como um dos determinantes da governança corporativa (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Seguindo esse raciocínio, a estrutura de propriedade<sup>5</sup> será tratada, neste estudo, como um mecanismo da governança corporativa, a partir de um conceito amplo, que compreende todas as características relacionadas à estrutura acionária da empresa. Essa amplitude contempla: tipos de classes de ações, concentração dos votos, divergências entre direitos das ações e, inclusive, tipos de acionistas.

A estrutura de controle reflete uma expressão restrita à concentração de votos, por compreender a forma como o controle é exercido, considerando-se a dispersão ou a concentração dos votos. Entretanto, a estrutura de controle não será vista como uma estrutura à parte, e sim como um aspecto ou característica de um conceito mais amplo da estrutura de propriedade. Ou seja, a estrutura de controle está inserida na estrutura de propriedade.

Tratada por meio de uma definição ampla, a estrutura de propriedade deve ser analisada por intermédio de suas características. Dentro do escopo desta pesquisa, torna-se fundamental

---

<sup>5</sup> A adoção da estrutura de propriedade de uma forma ampla e abrangente também pode ser observada em vários estudos, tais como Valadares e Leal (2000) e Okimura (2003).

para o seu desenvolvimento a adequada definição destas características. Abaixo, são listadas as definições das características nela abordadas:

- **Concentração dos votos:** é uma medida que corresponde ao montante de direitos de votos em poder de um acionista ou de um grupo de acionistas em relação ao total de direitos de votos em uma empresa. A concentração de votos pode ser maior ou menor, dependendo da dispersão existente em um mercado. Em países com mercados mais desenvolvidos, como nos Estados Unidos e o Reino Unido, a concentração dos votos é muito pequena, sendo que um número muito grande de acionistas possui pequenas participações nos direitos de votos. Entretanto, em mercados menos desenvolvidos, como o brasileiro, a situação é a oposta, um número muito pequeno de acionistas possui uma grande participação no total de direitos de votos.
- **Excesso de votos:** corresponde à quantidade de votos que o acionista majoritário possui além do número necessário para se conseguir ou manter o controle da empresa. No mercado brasileiro, o limite mínimo consiste na maioria absoluta, igual a 50% do total de votos mais 1(um) voto. Portanto, o excesso de votos consiste na diferença entre a concentração de votos em poder do acionista majoritário menos o limite mínimo de 50%.
- **Divergência entre direitos:** em mercados como o brasileiro, em que há a possibilidade de emissão de ações sem direito a votos (preferenciais), existe uma assimetria entre os direitos das ações emitidas pelas empresas. Desta forma, no mercado brasileiro, existe uma classe de ações com direito a voto (ações ordinárias) e outra classe com direitos preferenciais sobre os dividendos (ações preferenciais). A divergência entre direitos representa a assimetria entre os direitos de votos e os direitos de fluxo de caixa, presentes na estrutura de propriedade das empresas. A divergência entre direitos proveniente da emissão de ações com direitos assimétricos gera potencialmente um conflito entre o acionista majoritário (controlador) e os minoritários devido ao distanciamento entre os direitos presentes na participação acionária de cada um. Enquanto o acionista majoritário (controlador) possui a maioria dos direitos de voto (ordinárias), os minoritários concentram os direitos de fluxo de caixa (preferenciais).
- **Acionista Controlador:** em uma estrutura de propriedade difusa, o acionista que possui a maior quantidade de votos acaba tendo o poder de aplicar o seu diferencial de votos para assumir o controle da empresa. Assim, a disputa pelo controle está diretamente

ligada ao nível de concentração acionária existente no mercado. Em mercados muito difusos, como o americano, dependendo da quantidade de votos, o acionista majoritário pode ser ou não o controlador da empresa. Entretanto, em mercados muito concentrados, como o brasileiro, se o acionista majoritário tiver a maioria (>50%) dos votos, ele será o controlador, pois terá a condição de eleger, sozinho, sem o auxílio dos votos de outros acionistas, a administração da empresa. Mesmo nos casos em que não tenha a maioria, devido à relevância de sua participação nos votos, existe a tendência de o controle ser exercido pelo acionista majoritário, ou no mínimo em torno dele. Essa concentração de votos e exercício do controle leva à personificação, em um mesmo indivíduo, da figura do proprietário e do gestor.

## **1.7 Organização do trabalho**

Este estudo foi desenvolvido em 5 (cinco) capítulos, organizados e compostos pelos seguintes itens:

Na introdução se encontra a contextualização, a formulação das questões de pesquisa, a apresentação dos objetivos geral e específicos, bem como a justificativa para a realização da pesquisa.

O capítulo 2 foi dedicado à plataforma teórica, desenvolvida sobre 3 (três) grandes itens: a revisão da literatura, a estrutura de propriedade das empresas brasileiras e a relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis.

O primeiro item consiste na revisão da literatura sobre o tema pesquisado. A revisão navega sobre os estudos presentes tanto na literatura internacional quanto na literatura nacional. A revisão realizada não teve o propósito de esgotar o assunto, mas de destacar e comentar as principais evidências encontradas sobre a relação entre a informatividade e sobre a estrutura de propriedade na literatura internacional. Como a literatura sobre o tema é inexistente na literatura nacional, apresentam-se as evidências encontradas sobre a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro.

No segundo item se discute como se encontra a estrutura de propriedade existente no mercado acionário brasileiro, procurando descrever as principais características da estrutura de propriedade das empresas brasileiras a partir de evidências encontradas pela literatura nacional.

E no terceiro item se abordam os principais elementos que fundamentam a relação entre a informatividade da contabilidade e a estrutura de propriedade. Inicialmente, o tema se dedica a apresentar a definição de informatividade dos lucros contábeis e, em seguida, discutem-se os custos e benefícios gerados pela concentração dos votos e pela divergência entre os direitos (voto versus fluxo de caixa). Sendo que, ao final, configura-se o impacto da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis.

O capítulo 3, metodologia, foi formado pelas seguintes etapas: (i) os critérios para a seleção e classificação da amostra de trabalho e das subamostras; (ii) a definição das variáveis e o levantamento dos dados; (iii) a estrutura dos modelos utilizados; e (iv) os resultados esperados.

No capítulo 4, resultados encontrados, são apresentados, analisados e discutidos os resultados encontrados pela aplicação dos modelos sobre cada uma das amostras selecionadas.

E, por fim, o capítulo 5, conclusões, se dedica aos comentários finais sobre os resultados obtidos, implicações das evidências encontradas e indicações de pesquisas futuras.

## 2 PLATAFORMA TEÓRICA

### 2.1 Revisão da Literatura

Ao contrário das pesquisas realizadas sobre a relevância das informações contábeis, que possuem um histórico de 40 anos na pesquisa em contabilidade, as pesquisas sobre a relação entre a estrutura de propriedade e a contabilidade podem ser consideradas recentes, e com um número reduzido de trabalhos realizados.

A revisão da literatura foi segregada em internacional e nacional, e ordenada cronologicamente, de maneira que possa evidenciar adequadamente a evolução das pesquisas em contabilidade até os recentes estudos nos quais o tema estrutura de propriedade foi abordado.

#### 2.1.1 Literatura internacional

Dentro da literatura internacional, o tema relevância da informação contábil foi extensamente estudado, tendo sido verificado por intermédio de um denso e vasto conjunto de evidências. Em relação a esse tema devem-se destacar os primeiros trabalhos realizados nos mercados desenvolvidos que deram início a esta linha de pesquisa. São eles:

Ball e Brown (1968), os primeiros autores a estudar a relação entre os números contábeis divulgados e os preços das ações utilizando a divulgação dos lucros anormais no mercado americano. Os resultados encontrados por esse trabalho verificaram que os preços das ações e os lucros contábeis variam na mesma direção, comprovando a hipótese da importância das informações contábeis para a formação das expectativas futuras dos usuários que participam do mercado acionário.

No mesmo ano, Beaver (1968) realizou uma importante contribuição, utilizando a variância dos retornos anormais como medida para avaliar o impacto da divulgação dos lucros anuais sobre os preços das ações. O autor encontrou evidências de que os preços registram maiores variações no dia, ou nos dias próximos, da divulgação dos resultados contábeis, indicando a relevância da contabilidade para os investidores.



Beaver, Clarke e Wright (1979) demonstraram a relação entre a magnitude da variação do lucro contábil e a magnitude do retorno das ações. Os autores verificaram que entre as variações percentuais dos lucros contábeis e dos preços havia uma correlação positiva. Os resultados encontrados indicam que os resultados contábeis e os preços das ações são influenciados pelo mesmo conjunto de fatores.

Easton e Harris (1991) analisaram, no mercado americano, a relação entre lucro e retorno de uma forma alternativa. Os autores adicionaram ao modelo, como variável explicativa, a variação dos lucros contábeis. Os resultados encontrados verificaram que o retorno da ação é mais bem explicado, quando ao lucro contábil é adicionada a variação dos lucros contábeis.

Num primeiro momento, o conjunto inicial de estudos realizados teve como foco a verificação da relevância da contabilidade para os seus usuários. Além dos trabalhos realizados no mercado norte-americano, diversos autores procuraram evidenciar a relevância da contabilidade em outros mercados desenvolvidos ou menos desenvolvidos. Entre eles, destacamos: Brown (1970) na Austrália, Forsgardh e Herten (1975) na Suécia, Firth (1981) no Reino Unido e Knight (1983) na África do Sul. Na literatura internacional, muitos foram os trabalhos dedicados à capacidade informacional, entre eles, ainda podemos destacar: Foster (1975), Lev (1996), Board e Walker (1990), Strong e Walker (1993) e Collins *et al.* (1999).

O conjunto de trabalhos realizados, presentes na literatura internacional, confirmou a relação entre a contabilidade e os preços das ações. Entretanto, as evidências encontradas não refletiram uma correlação perfeita entre as variações dos preços e dos lucros contábeis. Apesar da existência de uma forte relação, as variáveis lucro contábil e retorno das ações caminhavam para uma mesma direção, mas com intensidades diferentes. Ou seja, lucros/prejuízos são acompanhados por retornos positivos/negativos das ações, porém com variações diferentes. Essas evidências desencadearam um conjunto de trabalhos que investigaram a influência de diversos elementos sobre essa relação. Nos trabalhos realizados, destacam-se as evidências a seguir.

Atiase (1985), e depois Freeman (1987), encontraram evidências de que a informatividade dos lucros está positivamente correlacionada com o tamanho da empresa. Assim, quanto maior a empresa, maior a informatividade da contabilidade. Nos resultados encontrados por Chaney e

Jeter (1992), os coeficientes das equações relativos à informatividade aumentam com o tamanho da empresa.

Collins e Kothari (1989) estudaram o índice Market-to-book (MTB). O índice Market-to-Book é considerado uma *proxy* para avaliação de oportunidades de investimentos. Collins e Kothari (1989) encontraram evidências sobre a relação entre a informatividade da contabilidade e o Market-to-Book. Conforme os resultados encontrados, quanto maior a oportunidade de investimento, ou seja maior Market-to-Book, maior a informatividade.

Dhaliwal *et al.* (1991) estudaram a influência do endividamento. Se o endividamento é uma *proxy* do risco de inadimplência, então as empresas altamente alavancadas estão associadas à alto risco. Dhaliwal *et al.* (1991) verificaram que empresas endividadas possuem uma fraca relação entre lucro contábil e retorno. Segundo o autor, as empresas com alto grau de endividamento podem sofrer monitoramento constante por parte de seus credores. Assim, as empresas com alto grau de alavancagem podem apresentar maior sensibilidade na relação entre lucro contábil e retornos do que as empresas menos alavancadas.

Hayn (1995) analisou o conteúdo informativo presente nas perdas (prejuízos). Conforme seus resultados, os coeficientes das perdas foram menores do que os ganhos, indicando que prejuízos possuem menor conteúdo informativo do que os lucros (ganhos).

Nos últimos dez anos, alguns estudos presentes na literatura internacional levantaram evidências que comprovaram que as diferenças nas práticas contábeis adotadas por diferentes países podem ser explicadas pelo ambiente de governança corporativa presente nestes países. Entre estes estudos podemos destacar La Porta *et al.* (1998 e 2000), Ball *et al.* (2000), Ali e Hwang (2000) e Bushman *et al.* (2004).

A partir de 1998, La Porta *et al.* elaboraram um conjunto de estudos dedicados ao ambiente legal. Estes autores realizaram uma importante contribuição, mostrando evidências sobre a influência dos sistemas de regras para proteção de acionistas e credores.

Em uma série de artigos, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny pesquisaram o efeito de diferentes níveis legais de tratamento dado aos minoritários em diversos países. Concluíram que essas diferenças estariam relacionadas com a grande diversidade encontrada em relação ao grau de concentração de propriedade das firmas, ao desenvolvimento do mercado de capitais, à política de dividendos praticada e ao acesso da firma a novas fontes de financiamento externo. Concluíram

que a abordagem legal é essencial para o bom entendimento das práticas de governança entre os países (SROUR, 2001, p.4).

Em trabalho realizado em 1998, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny conseguiram identificar, por meio de uma pesquisa realizada com dados de 49 países diferentes, dois modelos gerais de sistema legal: *Civil-law* e *Common-law*.

O *Civil-law*, ou Romano-Germânica, é a mais velha, a mais influente, e extensamente distribuída ao redor do mundo. Originada na lei romana, usa códigos detalhados como meios preliminares para pronunciar a matéria jurídica, e confia pesadamente em acadêmicos jurídicos para verificar e formular suas regras (Merryman, 1969). Os acadêmicos jurídicos usualmente identificam três linhas dentro do *Civil-law*: francês, alemão, e escandinavo. O código comercial francês foi escrito sob Napoleão em 1807 e levado por seus exércitos à Bélgica, aos Países Baixos, à parte da Polônia, à Itália, e às regiões ocidentais da Alemanha. Na era colonial, a França estendeu sua influência jurídica ao leste próximo e à África do norte e subsaariana, à Indochina, à Oceania, e às ilhas das Caraíbas francesas. A influência jurídica francesa foi significativa também em Luxemburgo, em Portugal, na Espanha, em alguns dos cantões suíços, e na Itália (Glendon et al. 1994). Quando os impérios espanhóis e portugueses da América Latina se dissolveram no século dezenove, foi principalmente sobre o direito civil francês que os legisladores das nações novas adotaram como fonte de inspiração. [...]

A *Common-law* inclui a lei da Inglaterra e aquelas leis modeladas pela lei inglesa. A característica comum consiste em como os juízes devem resolver disputas específicas. Os precedentes das decisões judiciais, ao contrário das contribuições dos acadêmicos, constituem a forma do *Common-law*. O *Common-law* se espalhou pelas colônias britânicas, incluindo os Estados Unidos, Canadá, Austrália, Índia, e muitos outros países. (LA PORTA *et al.*, 1998, p.1118-1119)<sup>6</sup>.

Nessa pesquisa, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny realizaram uma comparação entre as estruturas jurídicas, considerando o modelo adotado em cada um dos países. Constataram, controlando a renda per capita e o grau de desenvolvimento econômico, que os países que adotam o modelo *Civil-Law* proporcionam um menor nível de proteção para acionistas e credores do que o proporcionado pelos países que adotam o modelo *Common-Law*.

---

<sup>6</sup> “The civil, or Romano-Germanic, legal tradition is the oldest, the most influential, and the most widely distributed around the world. It originates in Roman law, uses statutes and comprehensive codes as a primary means of ordering legal material, and relies heavily on legal scholars to ascertain and formulate its rules (Merryman, 1969). Legal scholars typically identify three currently common families of laws within the civil law tradition: French, German, and Scandinavian. The French Commercial Code was written under Napoleon in 1807 and brought by his armies to Belgium, the Netherlands, part of Poland, Italy, and western regions of Germany. In the Colonial era, France extended its legal influence to the Near East and Northern and sub-Saharan Africa, Indochina, Oceania, and French Caribbean islands. French legal influence has been significant as well in Luxembourg, Portugal, Spain, some of the Swiss cantons, and Italy (Glendon et al. 1994). When the Spanish and Portuguese empires in Latin America dissolved in the nineteenth century, it was mainly the French civil law that the lawmakers of the new nations looked to for inspiration. [...]

The common-law family includes the law of England and those laws modeled on English law. The common law is formed by judges who have to resolve specific disputes. Precedents from judicial decisions, as opposed to contributions by scholars, shape common law. Common law has spread to the British colonies, including the United States, Canada, Australia, India, and many other countries.”

Em 2000, na mesma linha de pesquisa, Ball, Kothari e Robin desenvolveram um extenso estudo sobre o papel da contabilidade, considerando o ambiente de Governança Corporativa de diversos países. A pesquisa foi baseada nas diferenças institucionais presentes nos países que adotam os dois modelos de sistema legal: *Common Law* versus *Code Law*. Leiamos o que esses autores dizem:

*Common Law* surge das ações pessoais no setor privado. Enfatizam o procedimento legal corrente sobre as regras [...]. O sistema *Common Law* - incluindo padrões de contabilidade - evoluem ao se tornarem aceitos na prática. Enquanto parece ser eficiente o setor privado codificar certas regras, estes padrões surgem para um mercado contábil, e não para o governo. O *Common Law* originou-se na Inglaterra e agora está no Reino Unido e em outras antigas colônias britânicas.

*Code-Law* é originado do planejamento do setor público. Os padrões de contabilidade do *Code-law* são estabelecidos pelos governos ou por instituições quase governamentais, tais como *France's Conseil National de la Comptabilité* ou Conselho de deliberação de contabilidade de negócios do Japão. O código prescreve regras que vão dos princípios abstratos (por exemplo, "prudência") aos procedimentos detalhados (por exemplo, o formato de balanços financeiros). A aplicação da *Code-Law* é uma função governamental, que envolve os setores administrativos que empreendem a perseguição criminal ao descumprimento das leis do código. (BALL *et al.*, 2000, p. 9-10).<sup>7</sup>

As evidências encontradas nas pesquisas realizadas por Ball *et al.* e La Porta *et al.* verificaram que, em países que adotam o sistema *Code-Law* (*Civil-Law*), existem menos condições favoráveis para que a contabilidade exerça o seu papel como meio de informação. Com relação ao escopo deste trabalho, Ball *et al.* (2000) apresentam as seguintes diferenças a propósito da estrutura acionária:

**Quadro 1 - Diferenças entre a estrutura acionária conforme o sistema legal**

Common-Law	Code-Law
Estrutura acionária dispersa entre um grande número de acionistas. (Shareholder System)	Controle nas mãos de poucos acionistas e ligados à gestão. (Stakeholder System)

FONTE: adaptado de Sarlo Neto (2004, p.48)

<sup>7</sup> "*Common Law* arises from individual action in the private sector. It emphasizes following legal procedure over rules [...]. *Common Laws* – including accounting standards – evolve by becoming commonly accepted in practice. While it might be efficient private-sector bodies to codify generally accepted rules and make them binding on their members, such standards arise in an accounting market, not in government. *Common Law* originated in England and now is found in UK and many former British colonies.

*Code-Law* originates from collective planning in the public sector. *Code-law* accounting standards are established by governments or quasigovernmental bodies, such as *France's Conseil National de la Comptabilité* or *Japan's Business Accounting Deliberation Council* (which advises the Ministry of Finance). The code prescribes regulations ranging from abstract principles (e.g., "prudence") to detailed procedures (e.g., the format of financial statements). *Code-law* enforcement is a governmental function, involving administrative bodies undertaking criminal prosecution for code violation."

Impulsionada pelas evidências encontradas nos trabalhos dedicados ao sistema legal, a literatura iniciou um processo de produção de estudos dedicados à governança corporativa que renderam um conjunto de contribuições. Entre esses trabalhos realizados, destacamos:

Morck *et al.* (2000) avaliaram a hipótese de que, nos países emergentes, devido ao modelo de fraca proteção, os investidores não se baseiam nas informações das empresas para obterem ganhos, porque as informações emitidas pelas empresas não refletem de forma adequada e eficiente a realidade econômica das empresas. A pequena proteção legal aos acionistas minoritários restringe as alterações dos preços das ações à influência de variáveis presentes no ambiente político ou no ambiente econômico. Essa realidade provoca um comportamento comum, em relação às informações relacionadas ao ambiente político ou econômico, fazendo com que as ações variem em conjunto de acordo com uma boa ou má notícia sobre esses ambientes.

Lambert (2001) utilizou várias abordagens procurando apresentar a relação e a influência da Teoria da Agência sobre o uso da contabilidade. Procura apresentar as implicações da Teoria da Agência sobre a contabilidade. Para realizar este trabalho, o autor utilizou a abordagem econométrica, discutindo a formulação de vários modelos de incentivos envolvidos com a Teoria da Agência. O autor inicia o estudo apresentando a estrutura (sequência de eventos) básica (“*plain vanilla*”) dos modelos utilizados para analisar o sistema de desempenho e de compensação. Os primeiros modelos analisados compreendem uma relação simples entre um principal e um agente, em que são discutidas as alternativas com a ocorrência ou não de incentivos. Num segundo momento, são analisados os modelos que tratam da relação complexa, que ocorre entre vários principais e agentes. Em especial, o autor discute a formulação do modelo *Linear-exponential-normal* (LEN) desenvolvido por Holmstrom e Milgrom (1987). Após a discussão dos modelos, o autor contextualiza a aplicação da teoria da agência em eventos relacionados ao ambiente empresarial, entre os casos analisados encontram-se: orçamento empresarial, investimentos, *transfer pricing* e alocação de custos.

Bushman e Smith (2001) realizaram uma revisão da relação entre a política de publicação das informações contábeis e a estrutura de governança corporativa das empresas. Discutiram o papel das informações contábeis como um mecanismo que possibilita o monitoramento da administração pelos investidores externos. A partir desta revisão propõem algumas oportunidades de pesquisa, indicando que o processo de governança corporativa deve ser

estudado separadamente em cada país, pois sofre influência direta de sua estrutura econômica e social.

Entre as muitas pesquisas dedicadas à governança corporativa, muitas foram direcionadas ao estudo de algum elemento específico. Governança corporativa é um tema que vem sendo amplamente desenvolvido no meio acadêmico, principalmente no que se refere à relação entre seus conjuntos de mecanismos e o impacto no desempenho da empresa, no valor de mercado, na liquidez de seus ativos, etc. (NARDI *et al.*, 2007b, p.1). Entre os principais elementos estudados encontra-se a estrutura de propriedade, que contempla a concentração dos votos e a divergência entre os direitos das ações.

Claessens *et al.* (2002b) investigaram a relação entre o valor de mercado e a estrutura de propriedade das companhias abertas negociadas em oito mercados (países) do Leste asiático. Esses autores abordaram os custos e benefícios dos efeitos, entrincheiramento e alinhamento, associados aos acionistas controladores. Os resultados encontrados comprovaram o efeito alinhamento, com base na relação positiva entre o valor de mercado e a posição de direitos de *cash flow* do acionista majoritário. De forma oposta, o valor de mercado tem uma relação negativa com a participação nos votos do acionista majoritário, confirmando o efeito entrincheiramento.

Admitindo a relevância do tema, a pesquisa internacional iniciou estudos sobre a influência da estrutura de propriedade e de controle sobre a informatividade dos números contábeis. Principais autores:

Warfield *et al.* (1995) investigaram a influência da participação acionária dos administradores sobre a informatividade dos resultados contábeis. Utilizando dados do mercado americano, em que a concentração do controle é difusa, observaram nos resultados da pesquisa que uma informatividade maior está associada a uma participação maior nos votos dos administradores. As evidências encontradas indicam que uma maior participação dos administradores reduz o conflito de interesses entre os proprietários e administradores.

Fan e Wong (2002) desenvolveram uma pesquisa nos mercados do Sudoeste asiático<sup>8</sup>, caracterizados pela grande concentração de controle e divergência entre os direitos de voto e fluxo de caixa. Os autores testam hipóteses de que a credibilidade das demonstrações contábeis é tanto menor quanto maior for a concentração acionária e a divergência entre os direitos. As evidências encontradas indicaram que a informatividade dos resultados diminuiu com o aumento da concentração dos votos em poder do acionista controlador. Os mesmos resultados foram encontrados no caso da divergência entre os direitos: quanto maior a diferença de direitos na participação acionária do controlador, menor a informatividade dos resultados contábeis. Sobre as evidências encontradas nesse estudo, Lanzana (2004, p.38) comenta que os resultados da pesquisa apontaram que o conteúdo informacional dos resultados apresentados diminuiu quando pior for a estrutura de governança corporativa, ou seja, os resultados tornam-se tão menos atrativos quanto maior for a concentração de ações com direito a voto nas mãos do acionista controlador, e quanto maior for a diferença entre direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa nas mãos do acionista controlador.

Francis *et al.* (2005) analisaram, no mercado americano, a diferença de informatividade entre o lucro contábil e o dividendo. Os autores observaram que a informatividade era diferente para empresas compostas por diferentes classes de ações. Foram utilizados dados de empresas que possuíam apenas uma classe de ações com direito a voto e fluxo de caixa e empresas compostas por ações com direitos diferentes. Pelos resultados encontrados, os lucros contábeis foram menos informativos, sendo os dividendos mais informativos, principalmente para as empresas compostas por mais de uma classe de ações. Pela interpretação dos autores, as evidências indicam que a utilização de várias classes de ações com direitos divergentes diminuiu a credibilidade dos lucros, tornando os dividendos em uma medida de performance.

Wang (2006) estudou a relação entre a participação dos fundadores (famílias) nas estruturas de propriedade e a qualidade dos lucros contábeis, nas empresas que compõem o índice *Standard & Poor's 500 companies*, no mercado americano. Utilizando 3 (três) *proxies* para medir a qualidade dos lucros contábeis: *abnormal accruals*, informatividade dos lucros contábeis (*earnings informativeness*) e conservadorismo, o autor observou que a maior qualidade do lucro contábil foi apresentada por empresas que adotavam mecanismos de governança mais rígidos. O estudo foi baseado em duas teorias concorrentes: o efeito

---

<sup>8</sup> Hong Kong, Indonésia, Coréia do Sul, Malásia, Cingapura, Taiwan e Tailândia.

entrincheiramento e o efeito alinhamento. Os resultados demonstram que a participação dos fundadores (famílias) está relacionada a uma maior qualidade dos lucros contábeis. Os resultados específicos revelaram uma associação da participação dos fundadores (famílias) com menores *abnormal accruals*, maior informatividade dos lucros contábeis e maior conservadorismo.

Piotroski *et al.* (2007) pesquisaram, no mercado chinês, a influência da identidade do controlador. Especificamente, o estudo analisou a influência do controle estatal sobre o reconhecimento das perdas, TLR (*timeliness loss recognition*). O estudo se baseou na hipótese de que empresas com controle estatal seriam motivadas por riscos políticos a reduzir a transparência, levando à postergação do reconhecimento das perdas. Os resultados verificaram o baixo nível de reconhecimento das perdas em empresas estatais que operam em províncias onde o sistema de proteção aos acionistas minoritários é menor.

Ainda sobre este tema, a relação entre estrutura de propriedade e informatividade dos lucros contábeis, três estudos realizados em mercados emergentes podem ser citados: Jung e Kwon (2002) na Coreia do Sul, Abdel-Azim e Eldomiaty (2007) no Egito e Santana-Mártin *et al.* (2007) na Espanha.

### **2.1.2 Literatura nacional**

No mercado brasileiro, apesar de a pesquisa sobre a informatividade da contabilidade não ser tão extensa quanto a existente nos mercados desenvolvidos, o conjunto de evidências encontradas atestou a importância das informações divulgadas pela contabilidade para o mercado acionário. Em relação ao conjunto de evidências encontradas:

Bernardo (2001) investigou no mercado brasileiro de capitais, por meio de um estudo de evento, o efeito dos anúncios trimestrais dos resultados contábeis sobre os preços das ações. Pelos testes realizados, verificou-se a reação dos preços à divulgação dos resultados, evidenciando a importância dos números contábeis para o mercado.

Martinez (2001) pesquisou, durante o período de 1995 a 1999, o registro de componentes discricionários nos resultados contábeis das empresas brasileiras. As evidências encontradas demonstraram empiricamente que as empresas brasileiras “gerenciam” seus resultados



contábeis como resposta a estímulos do mercado de capitais, verificando que as empresas brasileiras com resultados muito ruins os manejam de maneira a piorá-los, visando a melhores resultados no futuro. Adicionalmente, constatou-se que essas empresas que “gerenciam” artificialmente os resultados seduzem os investidores a curto prazo, porém, a longo prazo, o mercado consegue identificar esse “gerenciamento”, impondo perdas a essas ações.

Também no mesmo ano, Lopes (2001), por meio de pesquisa empírica, analisou o papel da informação contábil como variável explicativa do comportamento dos títulos na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). O autor utilizou como estrutura teórica o modelo de Ohlson. O objetivo de seu estudo compreendia a procura de evidências sobre os seguintes pontos: a) o poder de explicação dos resultados anormais futuros e dividendos, b) o poder de explicação do resultado e do patrimônio, e c) o conservadorismo e o reconhecimento assimétrico da informação contábil. Por intermédio dos resultados apurados, o autor encontrou as seguintes evidências sobre o mercado acionário brasileiro: a) a informação contábil é mais significativa do que os dividendos para a explicação dos preços correntes, b) os valores do patrimônio explicam grande parte do comportamento dos preços enquanto os resultados não parecem ser relevantes, c) a informação contábil no Brasil não é tão conservadora quanto em países cuja legislação é baseada no *Common Law*. As evidências encontradas pelo autor refletem de forma ampla o sistema de governança corporativa no Brasil, onde há forte influência da regulamentação, a concentração da propriedade, uma estrutura baseada em proprietários e não em acionistas, e uma informação contábil voltada para os órgãos reguladores e proprietários e não para acionistas.

A maioria dos trabalhos realizados no mercado brasileiro teve como principal objetivo verificar a relevância da contabilidade para o mercado. Em momentos posteriores, alguns autores procuraram evidências da influência de vários fatores sobre a informatividade da contabilidade no mercado brasileiro. Alguns resultados foram encontrados: Lopes (2001) analisou a influência dos intangíveis; Guimarães e Ness (2001) pesquisaram diversos fatores que pudessem influenciar a diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais; Sarlo Neto (2002) investigou a influência do excesso da regulamentação da contabilidade sobre os setores financeiro e elétrico; Lima (2004) verificou o lançamento de *American Depositary Receipts* - ADRs; Sarlo Neto (2004) pesquisou diversos fatores, tipos de ações, tipo de controle, regulamentação e liquidez. Recentemente, Sarlo Neto (2005) apresentou diferenças

de reação entre os tipos diferentes de ações (ordinárias versus preferenciais); Pires (2006) estudou o impacto dos anúncios e lançamentos de ADR e Feigl (2006) encontrou evidências sobre o efeito contágio.

Seguindo a tendência da literatura internacional, iniciou-se na literatura nacional a produção de pesquisas sobre a governança corporativa. Este tema tem sido tratado com muita atenção nas pesquisas em administração e economia, sobre o qual foi produzido um grande número de trabalhos que levantaram importantes evidências sobre o ambiente de governança corporativa no Brasil. Alguns autores se destacaram:

Silveira (2002) estudou a relação entre governança corporativa e o desempenho e valor das empresas. Os resultados de sua pesquisa constataram que as empresas que tinham um melhor nível de governança corporativa foram mais bem avaliadas pelo mercado e registraram um melhor desempenho operacional.

Lanzana (2004) investigou a relação entre governança corporativa e *disclosure* no mercado brasileiro. Sustentou a hipótese de que as características de governança corporativa seriam fatores determinantes nas decisões de *disclosure*. Os resultados encontrados revelaram que a diferença entre os direitos de voto e fluxo de caixa do acionista controlador está relacionada com o nível de *disclosure*.

No Brasil, as pesquisas realizadas nas áreas de finanças e economia, dedicadas à governança corporativa, levantaram evidências importantes sobre a influência da estrutura de propriedade. No quadro abaixo se encontra uma lista de muitos trabalhos sobre temas relacionados à estrutura de propriedade das empresas brasileiras:

**Quadro 2 - Estudos sobre temas relacionados à estrutura de propriedade – 1998 a 2006**

<b>Temas</b>	<b>Evidências Empíricas e Trabalhos que Abordam os Temas</b>
Grau de Concentração	Siqueira (1998), Valadares e Leal (2000), Leal <i>et al.</i> (2000), Carvalho-da-Silva (2002), Saito (2002), Okimura (2003), Leal e Saito (2003), Carvalho-da-Silva (2004), Silveira <i>et al.</i> (2004), Okimura, Silveira e Rocha (2004), Carvalho-da-Silva e Leal (2005), Silveira, Barros e Famá (2006).
Identidade dos Controladores	Siffert Filho (1998), Siqueira (1998), Rabelo e Silveira (1999), Rabelo e Coutinho (2001), Okimura (2003), Leal e Saito (2003), Carvalho-da-Silva (2004), Okimura, Silveira e Rocha (2004)
Controle Indireto	Leal <i>et al.</i> (2000), Valadares e Leal (2000), Rabelo e Coutinho (2001), Procianny (2002), Carvalho-da-Silva (2002), Leal e Saito (2003), Carvalho-da-Silva (2004)

FONTE: adaptado e ampliado de Dami (2006, p.8)

Resultados de alguns autores:

Valadares e Leal (2000b) contribuíram para o entendimento da estrutura de controle e propriedade nas empresas brasileiras; demonstraram que, diferentemente do que ocorre nos mercados mais desenvolvidos, como o americano e o inglês, grande parte das empresas brasileiras listadas no mercado acionário possui o controle nas mãos de apenas um acionista majoritário.

Okimura (2003) investigou a relação entre a estrutura de propriedade e controle e o valor e desempenho das empresas listadas na Bovespa, procurando analisar os conflitos de agência existentes nas empresas resultantes da separação entre propriedade e controle sob a abordagem da governança corporativa. Foram utilizadas as seguintes variáveis da estrutura de propriedade: a concentração de votos, concentração de capital e grau de excesso de votos. Os resultados obtidos indicam uma influência quadrática da concentração de votos no valor e uma influência negativa do excesso de votos no valor, mas positiva no desempenho.

Carvalho-da-Silva (2004) investigou os efeitos da estrutura de governança corporativa sobre o valor de mercado e a política de dividendos das empresas brasileiras. Os resultados alcançados indicaram a concentração de propriedade e do controle, sendo observada uma diferença significativa entre o capital votante e o capital total pertencente ao acionista

controlador. As evidências encontradas confirmam a existência da relação entre a estrutura de governança, valor de mercado, alavancagem e política de dividendos nas empresas brasileiras.

Apesar de escassa, recentemente, a literatura nacional tem publicado alguns trabalhos dentro das pesquisas em contabilidade direcionados a estudar elementos da governança corporativa. Hage e Pagliarussi (2006) realizaram uma comparação entre o valor das empresas com forte concentração do controle acionário, calculado com base no modelo de Ohlson e seu valor de mercado; Terra e Lima (2006) investigaram, através de um estudo de evento, se a divulgação das informações contidas nas demonstrações financeiras, anuais e trimestrais, das empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa afeta igualmente as empresas em geral e aquelas com sinalizadores diferenciados de boas práticas de governança corporativa; Antunes e Costa (2007) investigaram a diferença da qualidade da informação contábil entre empresas que assumiram diferentes níveis de governança; Ferri e Soares (2007) investigaram o comportamento de gerenciamento de resultados associados à participação de investidores institucionais; Nardi *et al.* (2007a) verificaram a relação entre dois mecanismos de governança, a dispersão de controle e a dispersão de propriedade, e o valor de mercado e o desempenho das empresas negociadas no mercado acionário brasileiro; Nardi *et al.* (2007b) buscaram verificar a relação entre a dispersão de controle e propriedade e o valor e desempenho da empresa representada pelas variáveis Q de Tobin, retorno sobre investimento (ROI) e retorno sobre patrimônio líquido (RSPL); e Silva *et al.* (2007) procuraram evidências sobre a influência do controle acionário sobre o grau de *disclosure* das empresas brasileiras.

## **2.2 A estrutura de propriedade das empresas brasileiras**

### **2.2.1 Classes de ações**

No Brasil, os recursos disponibilizados pelos acionistas a uma sociedade anônima são registrados na conta Capital Social, pertencente ao Patrimônio Líquido. De acordo com a Lei 6.404/76, o Capital Social representa os recursos recebidos e gerados pela empresa que foram incorporados a ele.

O Capital Social é formado pelas Ações, que correspondem à sua menor fração. Conforme as normas presentes na Legislação Societária Brasileira, as ações podem ser identificadas e

segregadas conforme os seus direitos. Segundo Iudícibus (2000, p.259), “A ação é a menor parcela em que se divide o capital social da companhia. As ações podem ser ordinárias ou preferenciais, de acordo com a natureza dos direitos ou vantagens conferidos a seus titulares.”

Uma das principais características da estrutura societária das empresas brasileiras é a existência de duas classes de ações, as ordinárias e as preferenciais, que conferem aos seus titulares direitos divergentes, em relação ao poder de voto e a vantagens patrimoniais. De acordo com a Legislação Societária Brasileira, as ações podem ser classificadas basicamente<sup>9</sup> em: ordinárias e preferenciais. A diferença entre as classes é baseada nos direitos pertinentes a cada uma das ações. Conforme Assaf Neto (2001, p. 87), as ações podem ser descritas da seguinte forma:

- **Ordinárias:** possuem como principal característica o direito de voto, ou seja, possuem a capacidade de influenciar nas decisões da empresa. Os detentores desse tipo de ação deliberam sobre a atividade da companhia, aprovam as demonstrações contábeis, decidem sobre a destinação dos resultados, e são responsáveis pela eleição da Diretoria e pelas alterações nos estatutos.
- **Preferenciais:** possuem a prioridade no recebimento de dividendos (antes dos acionistas ordinários) e a vantagem da fixação de um dividendo mínimo ou fixo. Ainda possuem a preferência no reembolso do capital em caso da dissolução da sociedade.

A classificação das ações em classes fundamentada na divergência entre os direitos de voto e de fluxo de caixa não é uma exclusividade do mercado acionário brasileiro. Essa classificação é adotada em muitos outros mercados, tais como os do sudoeste asiático, os da América Latina, e inclusive no mercado americano. A importância não reside na classificação, mas na divergência entre os direitos. Esta divergência é enfatizada por Aldrighi e Mazzer Neto (2005, p.120):

Cabe enfatizar que no Brasil uma parcela expressiva das ações das empresas de capital aberto não tem direito a voto. Enquanto as ações ordinárias nominativas (ON) são obrigadas por lei a conceder direito de voto, o mesmo não ocorre com as ações preferenciais nominativas (PN). De acordo com o artigo 15 da Lei 6.404, as empresas podem emitir até 2/3 do seu capital na forma de ações PN sem direito a voto. Portanto, a própria Lei das S.A. faculta desvios entre direitos de voto

---

<sup>9</sup> Pela Legislação brasileira, existe a possibilidade de emissão pelas sociedades anônimas de outros dois títulos: as ações de fruição (de gozo) e as partes beneficiárias. Por serem títulos dedicados aos fundadores das empresas e destinados à negociação na bolsa de valores, foram desconsiderados neste estudo.

e de fluxo de caixa, possibilitando que um acionista com apenas 1/6 do capital da empresa a controle.

Devido à divergência entre os direitos, a aquisição de uma determinada classe de ação pode estar relacionada com um determinado interesse do investidor. Considerando os direitos e as atribuições de cada ação, o interesse do investidor pode determinar qual tipo de ação ele deve adquirir. Para Srour (2001, p.4), “Desde a primeira versão da legislação societária brasileira, adotou-se um sistema de categorias de acionistas que, por não terem iguais direitos, nem idênticas obrigações, passaram a ter também interesses divergentes”. Conforme os comentários de Assaf Neto (2001, p.206), as ações podem ser classificadas de acordo com a natureza dos direitos e vantagens que conferem a seus titulares. Dessa maneira, podem-se relacionar as classes de ações com os determinados interesses dos investidores:

**Quadro 3 - Interesses relacionados com cada tipo de Ação**

<b>Ação</b>	<b>Interesse</b>	<b>Direito</b>	<b>Fundamento</b>
Ordinária	Controle	Voto	O controle é exercido pelo acionista (ou grupo de acionistas) que possui a maioria dos votos.
Preferencial	Remuneração	Fluxo de Caixa	Existe a preferência pelo fluxo de caixa (dividendos) em detrimento do controle.

Os interesses expostos no quadro 3 vão ao encontro de comentário realizado por Andrezo (1999, p.125): “para cada ação ordinária existe o direito de exercer um voto”. Em relação às ações preferenciais<sup>10</sup>, podem-se excluir ou conferir restrições de alguns dos direitos listados no quadro anterior, entre eles o direito de voto, que é cedido em contrapartida a vantagens patrimoniais.

Como as ações são detentoras de direitos diferentes, reconhecidos como divergentes, a posse de cada tipo de ação está associada a um determinado interesse do investidor. Seguindo esse pensamento, os investidores interessados no controle, priorizaram a aquisição de ações ordinárias, enquanto os investidores que priorizam o fluxo de caixa (dividendos) assumem posições em ações preferenciais. Esse raciocínio é compartilhado por Andrezo (1999, p.120): “[...] permite atrair os investidores interessados apenas na rentabilidade e na liquidez dos valores mobiliários e não na direção da empresa.”

<sup>10</sup> As ações preferenciais podem ser emitidas em diversas subclasses (exemplo: PNA, preferências de classe A). Sendo que cada subclasse possui vantagens patrimoniais diferentes.

Cabe ressaltar que a emissão de ações preferenciais é facultativa conforme a legislação societária brasileira, neste caso a empresa possui a prerrogativa de emitir somente ações ordinárias. No caso de a empresa possuir o seu capital formado apenas por ações ordinárias, não será observada a divergência de direitos, já que todos os acionistas, majoritários e minoritários, terão direitos iguais. Nestas empresas, a diferença residirá na capacidade de o acionista majoritário nomear os administradores e, conseqüentemente, controlar a empresa.

### 2.2.2 Dividendos e juros sobre capital próprio

Pela atual legislação societária brasileira, a remuneração dos acionistas pode ser realizada por dois instrumentos, via dividendos ou via juros sobre capital próprio (JSCP). Sobre esta questão relativa à remuneração dos acionistas, a legislação societária brasileira possui algumas peculiaridades, tais como o pagamento de um dividendo mínimo obrigatório, e o pagamento de juros sobre capital próprio, a título de remuneração do capital próprio. Basicamente, dividendos e juros sobre capital próprio possuem as seguintes diferenças:

**Quadro 4 - Dividendos versus Juros sobre Capital Próprio (JSCP)**

Ação	Base de Cálculo	Definição
Dividendos	Lucro Líquido	Lucro distribuído aos acionistas
Preferencial	Patrimônio Líquido	Remuneração do Capital Próprio

Definidos pela Lei 6.404/76 como lucros distribuídos pela empresa aos seus acionistas, os dividendos possuem como fontes o lucro líquido do exercício, os lucros acumulados e as reservas de lucros<sup>11</sup>. Porém, pela própria legislação (e pela nova redação dada pela Lei 10.303/01), os dividendos para as ações preferenciais possuem as seguintes vantagens sobre as ações ordinárias:

- I. prioridade na distribuição de dividendos, fixos ou mínimos. Portanto, os acionistas ordinários ficam na dependência do saldo restante;
- II. prioridade no reembolso do capital, acréscimo de prêmio ou não, no caso de liquidação da empresa;

<sup>11</sup> E também, se for necessário, a conta da reserva de capital para atender aos dividendos das ações preferenciais.

### III. acumulação das vantagens enumeradas.

Para Santos (2005, p.147): “Os dividendos de ações preferenciais são aqueles para os quais o estatuto outorga determinados privilégios patrimoniais em relação às ações ordinárias, podendo, em contrapartida, deixar de conferir-lhes o direito de voto, ou restringi-lo”. Em relação aos direitos patrimoniais das ações preferenciais, o art. 17 da Lei das S.A. (6.404/76) estabelece as seguintes espécies de dividendos preferenciais:

- dividendo preferencial fixo,
- dividendo preferencial mínimo,
- dividendo preferencial fixo e cumulativo,
- dividendo preferencial mínimo e cumulativo,
- dividendo preferencial com prioridade no reembolso de capital.

Com o advento da Lei 9.249/95, de natureza tributária com alcance societário, foi criado o instituto dos Juros sobre Capital Próprio (JSCP) destinado a minimizar os efeitos da extinção da Correção Monetária, evitando o aumento da carga tributária sobre as companhias.

Até o ano de 1995, a legislação brasileira permitia a correção monetária dos ativos não-monetários e do patrimônio líquido, que era consolidada em uma conta de apuração e levada para a demonstração de resultado do exercício. Essa sistemática de atualização monetária permitia que os efeitos inflacionários fossem apurados nas demonstrações contábeis e, principalmente, na apuração do lucro líquido do exercício. Com o controle da inflação na economia brasileira e extinção da correção monetária, foi criado o mecanismo de Juros sobre Capital Próprio – JSCP. (ASSAF NETO, 2007, p.86)

Em relação à sua contabilização, os JSCP devem ser contabilizados como despesa financeira na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE). Para as companhias abertas, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) determina outro tratamento, os JSCP devem ser estornados para a apuração do resultado líquido do exercício.

Entretanto, deve-se destacar que a Lei 9.249/95 conferiu a faculdade da imputação dos JSCP aos dividendos de que trata o artigo 202 da Lei 6.404/76. Desta forma, os JSCP podem ser incorporados ao cálculo do dividendo mínimo obrigatório, compondo seu saldo<sup>12</sup>. Quando

---

<sup>12</sup> Exemplo: uma companhia possui dividendo obrigatório igual a R\$65,00, e o conselho delibera em AGO distribuir R\$100,00 a título de JSCP. Logo, vai reter R\$15,00 a título de IRRF, imputar R\$65,00 aos dividendos e pagar R\$20,00 remanescentes a título de JSCP mesmo. Para efeito de evidenciação vão aparecer, na



imputados ao saldo dos dividendos, os JSCP nada mais são do que dividendos para efeito societário.

Para as companhias abertas, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), através da Deliberação 207/96, admite a sua imputação desde que líquida do imposto de renda retido na fonte (IRRF), de 15%, que a companhia tem que reter quando distribui seus lucros a título de JSCP. Para a pessoa jurídica, os JSCP são dedutíveis do imposto de renda, representando um benefício fiscal, porém, para a pessoa física, os JSCP são tributados na fonte, diferente do tratamento dado aos dividendos, que são isentos de imposto de renda.

Quanto à sua distribuição, existe ainda a figura do dividendo intermediário (art. 204 da Lei 6.404/76). As companhias podem distribuir um JSCP intermediário ao longo do exercício, e fazer a sua compensação no dividendo do exercício social em curso. Neste caso, o JSCP intermediário consiste em uma antecipação deste dividendo.

### **2.2.3 Estruturas de propriedade de acordo com a legislação societária brasileira**

Quando se fala em estrutura societária, fala-se, conseqüentemente, em estrutura de propriedade e de controle. Obedecendo à legislação societária, os proprietários podem optar por diferentes composições acionárias que atendam a suas necessidades e a seus interesses. Essa composição pode ser classificada quanto à concentração da propriedade, que pode ser difusa ou concentrada, e quanto a divergência entre direitos das ações emitidas, uma empresa pode emitir apenas uma classe de ação com direitos iguais, neste caso, ordinárias, ou emitir várias classes de ações com diferentes direitos, ordinárias e preferenciais.

Sob o ordenamento jurídico que rege a constituição das sociedades de capital aberto no Brasil, a Lei nº 6.404/76 possibilita a emissão de ações com ou sem direito a voto, provocando o distanciamento da regra ‘uma ação, um voto’. Neste contexto existe a possibilidade de se garantir o controle com uma pequena parcela do capital total, favorecendo a separação entre propriedade e controle. Segundo Valadares, apud Bonomo (2002, p.282),

No Brasil, as empresas podem emitir ações preferenciais sem direito a voto até dois terços do capital total da empresa, como estabelecido pela Lei nº 6.404. Isso lhes permite emitir ações sem abrir mão do controle, sendo essa uma forma de separar propriedade e controle. O controle da empresa pode ser garantido com apenas um sexto de seu capital total. A emissão de ações sem direito a voto é amplamente utilizada pelas empresas brasileiras.

A partir de 2001, pela nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 10.303/01), houve a mudança da relação entre ações ordinárias e preferenciais. A proporção inicial, para a emissão de no máximo 2/3 (dois terços) para as ações preferenciais, foi alterada para 50% do capital total para novas empresas de capital aberto e para empresas que desejam abrir capital<sup>13</sup>.

Dentro das possibilidades previstas pela legislação brasileira, existe a possibilidade de classificar a estrutura de propriedade de acordo com as classes de ações emitidas pelas empresas.

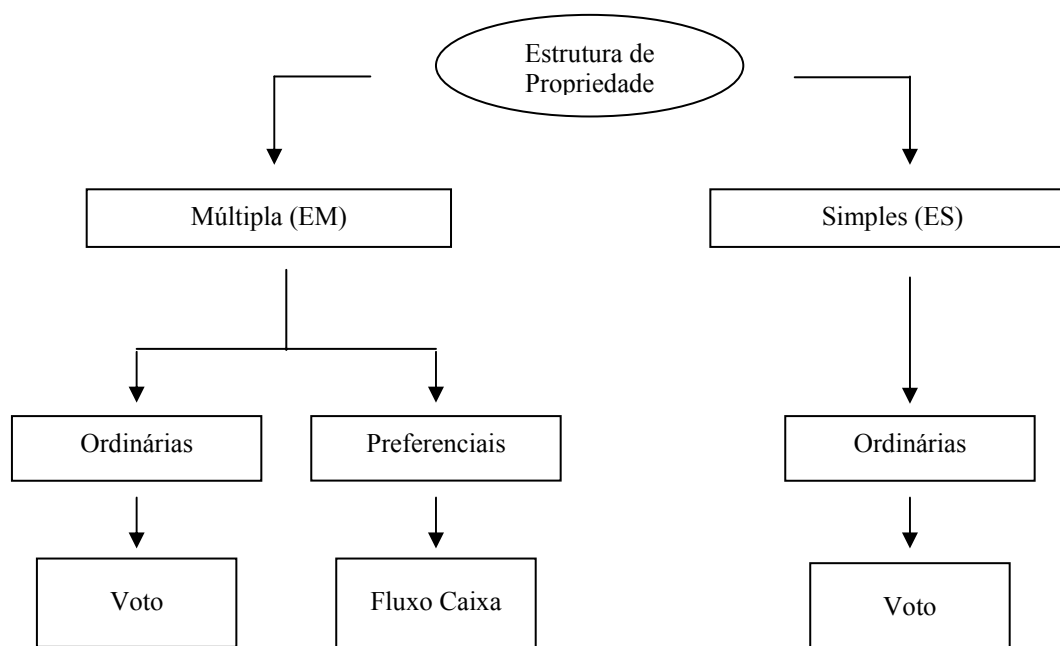
#### **2.2.3.1 Classificação da estrutura de propriedade conforme as classes de ações**

A opção da empresa em emitir ações sem direito a votos possibilita à empresa adotar duas alternativas distintas para a formação do capital social: emitir somente ações ordinárias ou emitir ações ordinárias e preferenciais, respeitando os limites de composição estabelecidos pelas Lei 6.404/76 e 10.303/01 .

A principal diferença nesta classificação se refere à presença ou à ausência da divergência entre os direitos de voto e de fluxo de caixa. Quando assume a alternativa de emitir somente ações ordinárias, a empresa também escolhe uma estrutura de propriedade na qual os direitos dos acionistas são iguais. Por outro lado, se opta por emitir ações ordinárias e preferenciais, a empresa escolhe uma estrutura de propriedade em que os direitos de cada classe são divergentes.

---

<sup>13</sup> Para as sociedades anônimas de capital aberto existentes, não houve alteração da regra de proporção.



**Figura 1 - Opções de estrutura de propriedade considerando-se as classes de ações**

Conforme demonstrado na Figura 1, a empresa possui a opção de adotar uma estrutura múltipla (EM), em que há a emissão de ações ordinárias e preferenciais com direitos divergentes, ou a estrutura simples (ES), em que somente ações ordinárias são emitidas.

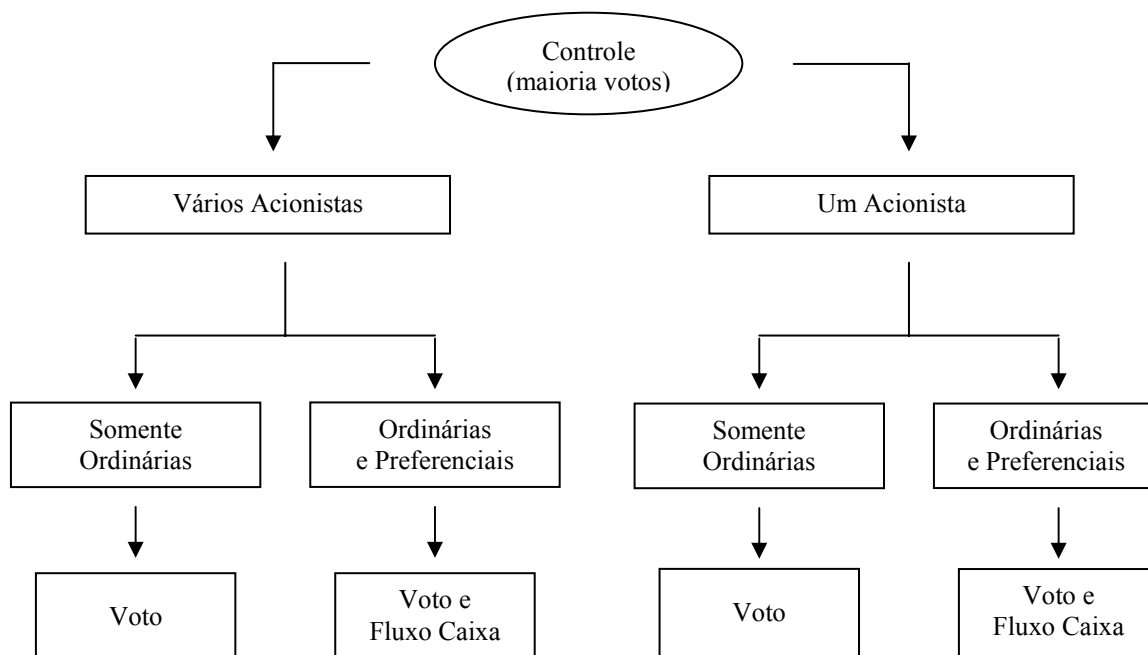
Essa classificação é importante quando se estuda a influência da estrutura de propriedade, porque, no momento em que uma empresa escolhe uma alternativa em relação a sua composição acionária, estrutura múltipla (EM) ou estrutura simples (ES), ela também está escolhendo os tipos de custos e benefícios relacionados com cada uma das estruturas.

### **2.2.3.2 Classificação da estrutura de propriedade conforme divergência entre direitos**

Misturando-se os critérios das duas classificações apresentadas, pode-se estruturar uma relação entre o número de controladores e respectiva parcela de direitos presentes nas suas participações acionárias.

A partir dessa classificação, observa-se que a composição do capital das empresas brasileiras pode ser analisada sob duas dimensões: como o controle da empresa é exercido e qual a composição de direitos existentes na participação do controlador. A primeira dimensão está

relacionada à quantidade de acionistas que detêm o controle; e a segunda, qual a participação de cada direito, de voto ou de fluxo de caixa, existente na participação do controlador.



**Figura 2 - Opções de estrutura de propriedade considerando-se a divergência entre direitos**

A relação entre a classificação da estrutura de capital, de acordo com os tipos de ações emitidas, com a classificação da estrutura de controle, conforme a divergência entre direitos presentes na posição acionária do controlador, proporciona as seguintes combinações:

**Quadro 5 - Relação entre classes de ações e a divergência entre direitos na posição do controlador**

		Classes de Ações	
		Somente Ordinárias	Ordinárias e Preferenciais
Composição dos direitos do Controlador	Somente Voto	Majoritário possui o controle, mas sem divergência	Majoritário possui o controle, mas sem divergência
	Voto e Fluxo de Caixa	Situação Impossível	Majoritário possui o controle, mas com divergência

Pela matriz representada no Quadro 5, existem várias combinações possíveis em relação à atitude do acionista controlador de como ele comporá a sua participação acionária. Em

empresas que possuem apenas ações ordinárias, o acionista controlador terá a maior participação no total de votos, e não possuirá divergências de direitos em sua posição. Entretanto, em empresas com capital formado por ações ordinárias e preferenciais, o acionista controlador pode escolher em exercer o controle, assumindo apenas a posição majoritária no total de votos (ordinárias), ou compondo uma participação em que a posição majoritária de votos é acompanhada de uma participação nos direitos de fluxo de caixa (preferenciais).

### 2.2.3.3 Classificação da estrutura de propriedade conforme número de controladores

Considerado o critério de maioria absoluta, a maioria dos votos corresponde a mais de 50% dos votos, não havendo restrição quanto ao número mínimo de acionistas para compor essa quantidade. Desta maneira, a maioria dos votos pode ser composta pelas posições de um número indefinido de acionistas ou pela posição de apenas um único acionista.

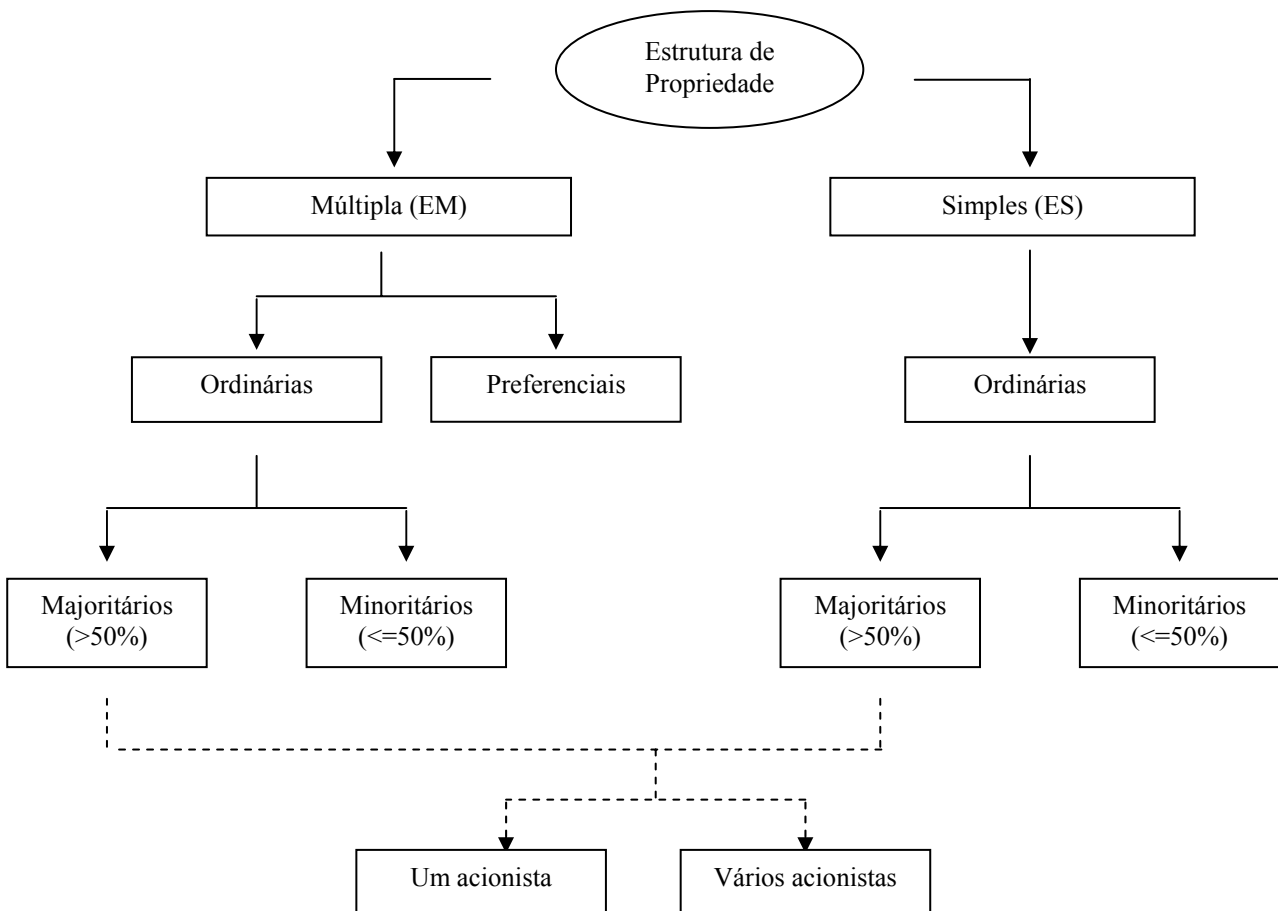


Figura 3 - Opções de estrutura de propriedade considerando-se o número de controladores

Pelas normas vigentes no mercado brasileiro, independentemente da alternativa escolhida pela empresa, pela emissão de uma ou mais classes de ações, o seu controle, a partir da maioria dos votos, pode ser estabelecido pela participação de um único acionista ou pela participação acumulada de um grupo de acionistas.

Caso um único acionista tenha a maioria dos votos (> 50% dos votos), ele terá o controle e, conseqüentemente, o direito de eleger a administração da empresa. Se a maioria for atingida pela constituição de um bloco de acionistas, por meio da agregação de suas participações, o controle da empresa será compartilhado por esse grupo.

#### **2.2.4 Características da estrutura de propriedade das empresas brasileiras**

Conforme destacado pela revisão da literatura realizada no item 2.1, a estrutura de propriedade é considerada como um dos principais mecanismos de governança corporativa no Brasil. Pelas pesquisas realizadas, foram verificadas três características importantes da estrutura de propriedade das empresas brasileiras: os altos níveis de concentração dos votos em poder de poucos controladores, a emissão de ações sem direito a votos, e o uso de estruturas piramidais para a manutenção do controle. Além desses, pode-se citar outra característica que, apesar de não estar no escopo desta pesquisa, foi objeto de estudos: a identidade dos controladores. Com base nas evidências encontradas, seguem os seguintes comentários sobre cada uma dessas características:

##### **2.2.4.1 Concentração dos votos**

De acordo com Dami (2006, p.7), no Brasil, a estrutura acionária é predominantemente concentrada contribuindo sobremaneira para o principal conflito de agência existente no país: entre acionistas minoritários e acionistas majoritários. Para Nascimento (2007, p.88), “[...] a principal característica do modelo de governança das companhias abertas brasileiras é a alta concentração da propriedade e do controle, aliada à baixa proteção legal dos acionistas.”

Em relação aos dados apresentados na Tabela 3, a seguir, nota-se uma grande concentração do capital votante. Pode-se dizer que o controle é bem definido, assim, nesta situação, pode-se identificar aqueles ou, mais comumente, aquele acionista específico que controla a empresa (VALADARES apud BONOMO, 2002, p.281).

**Tabela 3 - Composição acionária direta das empresas brasileiras em 1996**

	<b>Toda a amostra (325)</b>
	Capital Votante (%)
Média maior acionista	58
Média três maiores acionistas	78
Média cinco maiores acionistas	82

FONTE: adaptado de Valadares apud Bonomo (2002, p.283)

Na Tabela 4, segue o levantamento realizado por Okimura, Silveira e Rocha (2007), com dados de 194 empresas diferentes que apresentaram liquidez significativa nos anos de 1998 a 2002. Observa-se que a concentração média de votos dos acionistas controladores é alta nas empresas brasileiras, que apresentam a média geral de 76,1% (OKIMURA *et al.*, 2007, p. 129).

**Tabela 4 - Concentração de votos nas empresas brasileiras de 1998 a 2002**

<b>Anos</b>	<b>Ações Ordinárias do controlador (ou grupo de controle) em relação ao total das ações ordinárias emitidas (%)</b>	<b>Ações ordinárias e preferenciais do controlador (ou grupo de controle) em relação ao total de emissões (%)</b>
1998	75,7	52,0
1999	75,5	53,5
2000	76,1	54,0
2001	77,3	54,6
2002	76,2	54,6
<b>Média</b>	<b>76,1</b>	<b>53,7</b>
<b>Mediana</b>	<b>79,5</b>	<b>51,5</b>
<b>Desvio-Padrão</b>	<b>20,0</b>	<b>24,6</b>

FONTE: adaptado de Okimura, Silveira e Rocha (2004, p.8)

A concentração dos votos nas companhias brasileiras também é observada no levantamento realizado por Carvalho-da-Silva (2004), utilizando dados da composição acionária de 225 companhias brasileiras listadas na Bovespa no ano de 2000. Carvalho-da-Silva (2004, p.353): “[...] os resultados revelam alto grau de concentração do capital votante”. Os resultados dessa pesquisa, em relação ao capital votante, são listados na Tabela 5, apresentada abaixo.

**Tabela 5 - Composição acionária direta e indireta das companhias brasileiras em 2000**

	<b>Composição Acionária Direta das Companhias Brasileiras</b>	<b>Composição Acionária Indireta das Companhias Brasileiras</b>
Acionista	Capital Votante (%)	Capital Votante (%)
Maior	72	66
Três Maiores	85	81
Cinco Maiores	87	83

FONTE: adaptado de Carvalho-da-Silva (2004, p.355)

Pelas pesquisas realizadas por Valadares apud Bonomo (2002), Okimura *et al.* (2004) e Carvalho-da-Silva (2004), constata-se que existe uma alta concentração dos votos na estrutura de propriedade das empresas abertas brasileiras. Os resultados encontrados também demonstram que as empresas brasileiras são controladas por um pequeno número de acionistas. Isso demonstra que, mesmo quando um único acionista não tem a maioria dos votos, o maior acionista possui parcela considerável do total de votos. No Brasil, a empresa é controlada, na média, por seus três maiores acionistas (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004, p.353).

#### 2.2.4.2 Divergências entre direitos

De acordo com a legislação societária brasileira, as sociedades anônimas podem emitir ações preferenciais que não possuem direito a voto. Assim, a emissão de ações preferenciais pode ser utilizada como um mecanismo para a manutenção ou ampliação do controle das empresas através de pequena participação no capital total. No caso do Brasil, a forte concentração do controle de capital votante decorre principalmente pela possibilidade de emissão de duas classes de ações: ordinárias, com direito a voto, e preferenciais, sem direito a voto (ASSAF NETO, 2007, p.69).

**Tabela 6 - Composição acionária direta das empresas brasileiras em 1996**

	<b>Toda a amostra (325)</b>	
	<b>Capital Votante (%)</b>	<b>Capital Total (%)</b>
Média maior acionista	58	41
Média três maiores acionistas	78	58
Média cinco maiores acionistas	82	61

FONTE: adaptado de Valadares apud Bonomo (2002, p.283)



O levantamento realizado por Valadares apud Bonomo (2002) a partir de dados de 325 empresas no ano de 1996 se encontra listado na Tabela 6. Além da grande concentração do capital votante, se observa uma razoável diferença entre o capital votante e o capital total nas mãos dos grandes acionistas. Essa diferença deve-se à emissão de ações preferenciais, que permite ao controlador emitir ações sem perder o controle (VALADARES apud BONOMO, 2002, p. 282).

**Tabela 7 - Participação indireta nas empresas brasileiras em 2000**

	<b>Ações ON no Capital Total (%)</b>
Amostra Total	53
Família	49
Governo	64
Estrangeiro	56
Institucional	51
Total	53
Amostra Firms sem Acionista Controlador	<b>59</b>

Nota: As companhias que possuem um acionista controlador foram classificadas segundo a origem do capital (estrangeiro, estatal, familiar e institucional).

FONTE: adaptado de Carvalho-da-Silva (2004, p.355)

Na Tabela 7, acima, se encontram os dados levantados por Carvalho-da-Silva (2004) em 225 companhias analisadas listadas em 2000. Para o autor, a emissão de ações preferenciais é comum no Brasil, já as ações ordinárias representam, na média, 53% do capital total das companhias (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004, p.354).

Pelos dados levantados por Valadares apud Bonomo (2002) e Carvalho-da-Silva (2004) verifica-se que a emissão de ações preferenciais é bastante utilizada pelas empresas brasileiras. A utilização da emissão de ações preferenciais favorece a ocorrência de dois eventos no mercado brasileiro: (i) a manutenção do controle com pequenas participações na estrutura de propriedade das empresas; (ii) um grupo de acionistas minoritários que possuem ações com direitos diferentes dos acionistas controladores, criando um ambiente onde o conflito de agência ocorre entre minoritários e majoritários.

### 2.2.4.3 Estrutura piramidal de controle

Juntamente com a emissão de dois tipos de ações (ordinárias e preferenciais), o controle indireto por meio de estruturas piramidais é um dos instrumentos utilizados para a manutenção do controle corporativo no Brasil. A adoção de pirâmides nas estruturas de propriedade possibilita o controle de empresas por intermédio da posse ou controle de uma pequena parte de seu capital total (DAMI, 2006, p. 10).

**Tabela 8 - Estrutura piramidal nas empresas brasileiras em 2000**

<b>Firmas com Acionista Controlador</b>	<b>Empresa com Pirâmides (%)</b>
Amostra Firmas com Acionista Controlador	86
Família	91
Governo	63
Estrangeiro	87
Institucional	79
Total	86
Amostra Firmas sem Acionista Controlador	<b>82</b>

Nota: As companhias que possuem um acionista controlador foram classificadas segundo a origem do capital (estrangeiro, estatal, familiar e institucional) e analisou-se a presença de três mecanismos de separação entre controle e propriedade: acordo de acionistas, pirâmides e percentual de ações ordinárias no capital total.

FONTE: adaptado de Carvalhal-da-Silva (2004, p.355)

Na Tabela 8, acima, encontram-se os dados referentes ao levantamento feito por Carvalhal-da-Silva (2004) com 225 empresas no ano de 2000. Para o autor, a utilização de estrutura piramidal não parece ser um esforço para evitar a regra - uma ação, um voto - em empresas brasileiras.

A participação indireta no capital total do acionista controlador, quando ele mantém o controle indiretamente, é em média de 43% e de 16% mesmo quando ele não mantém o controle. A participação no capital votante também é bem mais alta que 50% na maioria dos casos, mesmo indiretamente. (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004, p.354).

A existência de pirâmides foi confirmada por Valadares apud Bonomo (2002). Entretanto, sobre o uso deste mecanismo, o autor assinala que “[...] mesmo havendo grande participação de empresas como acionistas de outras empresas, ou grupos de empresas onde mais de uma empresa tem capital aberto, não há grande distanciamento da regra ‘uma ação, um voto’ por meio desse mecanismo” (VALADARES apud BONOMO, 2002, p.291).

#### 2.2.4.4 Identidade dos controladores

Outra característica muito analisada em estudos dedicados à estrutura de propriedade é a identidade dos acionistas controladores. A forte concentração acionária verificada no Brasil tem levado à identificação explícita da propriedade da companhia, revelando geralmente o nome do controlador (ASSAF NETO, 2007, p.80). Para Valadares apud Bonomo (2002, p.292), “[...] igualmente importante é analisar a importância de vários grupos – como bancos, outras indústrias, indivíduos – como acionistas das empresas.”

**Tabela 9 - Proporção de controladores por identidade de 1998 a2002**

Amostra Total	Identidade Controladores					Amostra (empresas)
	Privado Estrangeiro (%)	Privado Nacional (%)	Familiar ou Individual (%)	Bancos ou IF's (%)	Fundos de Pensão (%)	
1998	28,4	18,0	47,9	0,5	5,2	194
1999	29,5	17,9	46,8	0,5	5,3	190
2000	27,5	19,2	46,2	0,5	6,6	182
2001	26,9	18,7	46,8	0,6	7,0	171
2002	27,3	18,8	48,1	0,6	5,2	154
<b>Total</b>	<b>27,9</b>	<b>18,5</b>	<b>47,1</b>	<b>0,6</b>	<b>5,8</b>	<b>891</b>

FONTE: adaptado de Okimura, Silveira e Rocha (2007, p.129)

A Tabela 9 lista os resultados de Okimura *et al.* (2007, p.129) sobre a identidade dos controladores, em um grupo de 194 empresas brasileiras analisadas durante o período de 1998 a 2002. Observa-se que 47,1%, aproximadamente a metade das empresas que compõem a amostra, são controlados por famílias ou por controladores individuais. Também, destaca-se a pequena participação de bancos e fundos de pensão, com 0,6% e 5,8%, respectivamente.

Em dados não apresentados, Carvalhal-da-Silva (2004) verificou que, em seu levantamento realizado no ano de 2000, no grupo de 203 companhias abertas que possuíam acionistas controladores, 48% das empresas eram controladas por famílias, 27% por investidores estrangeiros, 8% por investidores institucionais, e apenas 7%, pelo governo.

A partir do conjunto de levantamentos relatados pela literatura nacional, Dami (2006, p.13), sobre a identidade dos controladores das empresas brasileiras, conclui “[...] que apesar da abertura econômica e das privatizações ocorridas no Brasil na década de 90 terem mudado significativamente a identidade dos controladores, a propriedade mantém-se concentrada nas mãos de grupos familiares e estrangeiros, sendo dominadas em média pelos três maiores acionistas.”

### 2.2.4.5 Síntese das características

Com base nas evidências encontradas e comentadas, pode-se listar o seguinte conjunto de características da estrutura de propriedade das empresas brasileiras:

- a. Concentração dos votos: a partir dos levantamentos realizados, o maior acionista controlador possui 58% do capital votante (VALADARES apud BONOMO, 2002), na forma direta, e 53% na forma indireta (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004).
- b. Reduzido número de acionistas controladores: considerando a composição direta, Valadares apud Bonomo (2002) detectou que o maior acionista da empresa detém parcela significativa do capital votante, e a empresa é, em média, controlada pelos três maiores acionistas. Esta evidência indica que há uma concentração de votos e, conseqüentemente, do controle, nas mãos de um pequeno número de acionistas.
- c. Emissão de ações sem direito a votos: conforme a legislação societária existe a possibilidade da emissão de ações, da classe preferencial, sem direito a votos. A emissão de ações preferenciais possibilita a um acionista controlar a empresa com uma participação reduzida (até apenas 16,67%) no capital da empresa. Conseqüentemente, a emissão de ações sem direito a voto (preferenciais) incentiva o distanciamento entre a participação no capital total e a participação no capital votante nas empresas brasileiras.
- d. Estrutura indireta de controle: além da emissão de ações sem direito a voto (preferenciais), existe a presença do controle indireto, realizado por intermédio de estruturas piramidais.
- e. Acordo de acionistas: as pesquisas realizadas por Carvalhal-da-Silva (2004) e Aldrighi e Mazzer Neto (2005) observaram a utilização de acordo de acionistas. Pelo levantamento realizado por Aldrighi e Mazzer Neto (2005), em média, 83,77% do capital votante das empresas pesquisadas eram controlados por acordos de acionistas, indicando a sua importância como mecanismo de controle das empresas brasileiras.
- f. Identidade dos acionistas controladores: a elevada concentração dos votos leva à identificação dos acionistas controladores. Pelas pesquisas comentadas (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; DAMI, 2006; OKIMURA *et al.*, 2007), parte expressiva das empresas brasileiras é controlada por famílias.

Em relação às características apresentadas, duas merecem comentários adicionais: a emissão de ações sem direito a voto (preferenciais) e a utilização de pirâmides. As duas favorecem a

manutenção de controle com uma minoria de ações. Entretanto, não há um consenso sobre qual é o instrumento mais utilizado no mercado brasileiro.

Sobre o uso de pirâmides, Valadares apud Bonomo (2002, p. 287) indica “[...] que não é muito comum a utilização de pirâmide como mecanismo para manter o controle da empresa com menor custo, ou seja, com menor capital.” Adicionalmente, o mesmo autor complementa que a presença de pirâmide na estrutura de propriedade, embora frequente, não parece ter como objetivo principal a manutenção do controle com um menor custo. Uma outra posição levantada indica que as duas não seriam excludentes, pois considera que a adoção de um instrumento seria complementar ao uso de outro. Esta posição é defendida por Rabelo e Coutinho (2001, p.15): “[...] no Brasil, o mais plausível seria dizer que as combinações dos dois instrumentos fornecem um método eficiente para os grandes acionistas garantirem o controle corporativo com uma pequena porcentagem do capital social.”

### **2.2.5 Governança corporativa nas empresas brasileiras**

A estrutura de propriedade é considerada como um dos principais mecanismos determinantes do modelo de governança corporativa. Assim, ao tratar do tema estrutura de propriedade no mercado brasileiro, não se pode deixar de tecer uma análise sobre o modelo de governança corporativa adotado pelas empresas brasileiras. Segundo Silveira (2007, p.23),

Governança Corporativa é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre os acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. O objetivo das práticas de governança corporativa é a criação e operacionalização de um conjunto de mecanismos que visam a fazer com que as decisões sejam tomadas de forma a otimizar o desempenho de longo prazo das empresas. 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.

Existem diferentes modelos de governança corporativa apontados pela literatura: o anglo-saxão, o alemão, o japonês, latino-europeu e o latino-americano. Devido às razões econômicas, geográficas, históricas e institucionais, o modelo de governança corporativa exercido no Brasil não é muito diferente do encontrado na América Latina.

**Quadro 6 - Características do modelo latino-americano de governança corporativa**

<b>Características</b>	<b>Sínteses</b>
Financiamento Predominante	Predomina a alavancagem por exigíveis (debt). Os mercados de capitais são pouco expressivos e é reduzido o número de companhias abertas.
Propriedade e Controle Acionário	A propriedade das grandes corporações é altamente concentrada. Considerando-se os três maiores, o grau mais baixo de concentração é no Brasil, com 67%; o mais alto na Argentina, com 90%.
Propriedade e Gestão	A gestão é exercida por acionistas majoritários. São práticas correntes as estruturas piramidais, as participações cruzadas e a emissão de ações sem direito a voto.
Conflitos de Agência	O conflito predominante, associável à concentração do capital, é entre acionistas majoritários e minoritários.
Proteção Legal a Minoritários	Predominante fraca. A alta proporção das ações sem direito a voto dificulta a ação dos minoritários, praticamente aliados de assembleias gerais e representação nos conselhos. A extensividade dos preços pagos pelas ações de controle nos casos de aquisições (tag along) não é universalmente assegurada.
Conselhos de Administração	A composição dos conselheiros é afetada pela sobreposição propriedade-gestão. A maioria dos membros está ligada aos controladores por vínculos familiares, por acesso a interesses externos e por relações de negócio.
Liquidez da Participação Acionária	Prevalece a baixa liquidez, em mercados especulativos. Predomina a posse de blocos de ações.
Forças de Controle mais atuantes	As forças internas são mais atuantes. Quanto às externas, o ambiente regulatório está em transição com novas leis.
Governança Corporativa	Embrionária, mas evolui com rapidez. Boas práticas têm sido introduzidas pelo “capital institucional”: mais transparência, integridade dos mercados e qualidade das informações.

FONTE: adaptado de Andrade e Rossetti (2004, p.163)

Quanto ao Quadro 6, acima, Andrade e Rossetti (2004) realizaram uma síntese das principais características observadas no modelo latino-americano de governança corporativa, com base em um estudo produzido pela OCDE<sup>14</sup>, a partir de dados levantados no período 2000-2003. Neste estudo foram destacadas oito características do modelo de governança corporativa da América Latina: privatização, concentração patrimonial, grandes grupos, reestruturação dos sistemas financeiros, internacionalização, limitação dos mercados de capitais, fundos de pensão e tradição jurídica.

Conforme as características listadas, observa-se que, entre as principais, se encontram a concentração acionária e a sobreposição propriedade-gestão como dois dos principais fatores

<sup>14</sup> Sigla em português para *Organization for Economic Co-operation and Development*, organização multilateral que congrega os 29 países no mundo ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)).

que determinam a estrutura de governança na América Latina. O alto nível de concentração acionária das empresas dos principais mercados latino-americanos é confirmado pela tabela abaixo.

**Tabela 10 - Concentração da participação acionária em países latino-americanos em 2002**

Países	Número de Empresas da amostra	% de participação <sup>(a)</sup>		
		Do maior Acionista	Dos três maiores acionistas	Dos cinco maiores acionistas
Argentina	15	61	82	90
Brasil	459	51	65	67
Chile	260	55	74	80
Colômbia	74	44	65	73
México	27	52	73	81
Peru	175	57	78	82
<b>Médias</b>	<b>168</b>	<b>53</b>	<b>73</b>	<b>79</b>

(a) Dados levantados pela Economática e de formulários 20-F de processos de emissão de ADRs.

FONTE: Lefort (2004) adaptado de Andrade e Rossetti (2004, p.167)

Pela comparação dos dados listados na Tabela 10, o mercado brasileiro apresenta a menor concentração da participação acionária no mercado latino-americano, considerados os três ou cinco maiores acionistas. Quando a participação do maior acionista é considerada, o mercado brasileiro passa a deter a segunda posição, atrás apenas da Colômbia.

Para Nascimento (2007, p. 88), o perfil de governança corporativa das empresas brasileiras pode ser descrito pelas seguintes características:

- estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores;
- presença de acionistas minoritários pouco ativos;
- remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante; e
- estrutura informal do Conselho de Administração.

Pela análise das características levantadas, pode-se considerar a concentração dos votos e a emissão de ações sem direito a votos como dois fatores determinantes do modelo de governança corporativa existente no mercado brasileiro.

### 2.2.5.1 Práticas diferenciadas de governança corporativa

As práticas diferenciadas de Governança Corporativa são aquelas adotadas pelas empresas que aderiram aos segmentos especiais de listagem. Conforme a Bovespa (2008), o Novo Mercado (NM) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2 – são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

O Novo Mercado e os Níveis de Governança foram inspirados na experiência do *Newer Market* alemão, sendo a sua inovação a não necessidade de reforma da legislação (ROGERS *et al.*, 2005, p.6). Com a criação dos níveis de governança, existem 4 segmentos de listagem na Bovespa: o mercado tradicional, o Novo Mercado, o Nível 1 e o Nível 2. Sendo que, em cada um dos segmentos, são listadas as empresas que adotam práticas específicas exigidas em cada um desses segmentos. As principais práticas adotadas nos segmentos de listagem são:

**Quadro 7 - Comparativo entre segmentos de listagem**

Item	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação ( <i>free float</i> )	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	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 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: adaptado de Bovespa (2008)



Observa-se, pelo quadro acima, que cada segmento possui exigências diferentes para cada item relacionado. De forma específica, com relação ao escopo desta pesquisa, existem práticas direcionadas exclusivamente à estrutura de propriedade, são elas:

- percentual mínimo para o *Free Float*. O termo *Free Float* representa o percentual do total de ações emitidas pela empresa disponíveis para negociação no mercado, sendo que pelas práticas exigidas pelos 3 (três) segmentos especiais de listagem, as empresas devem manter no mínimo 25% das ações em negociação;
- características das ações emitidas. Quanto aos tipos de ações que podem ser emitidas, o segmento Novo Mercado exige que as empresas emitam apenas um tipo de ação, as ordinárias. Este tipo de restrição não é exigida pelos outros dois segmentos especiais de listagem: Nível 1 e Nível 2;
- concessão de *Tag Along*. O termo *Tag Along* consiste na extensão, parcial ou total, aos acionistas minoritários, das mesmas condições obtidas pelos acionistas controladores no caso de venda do controle da empresa. O nível de *Tag Along* varia com o segmento, no nível 1, é de 80% para as ações ordinárias conforme a legislação societária, no nível 2, é de 80% para as preferenciais e de 100% para as ordinárias, e para o Novo Mercado, é de 100% para as ações ordinárias.

Levando-se em consideração outras três práticas: conselho de administração, divulgação de demonstrações financeiras em outro padrão (*International Financial Reporting Standards* - IFRS ou *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* - US GAAP) e adoção da câmara de arbitragem, conclui-se que os níveis diferenciados foram criados com a intenção de oferecer aos investidores melhores níveis de transparência, por meio da divulgação de um número maior e melhor de informações, e de proteção aos direitos dos acionistas minoritários.

### **2.3 A estrutura de propriedade e a informatividade da contabilidade**

Esse capítulo foi dedicado ao desenvolvimento do referencial teórico que sustenta a relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade da contabilidade. O seu desenvolvimento se dará pela discussão dos temas que fundamentam essa relação.

### 2.3.1 A função da contabilidade no mercado acionário

A teoria positiva procura compreender como as decisões são tomadas, e a teoria normativa procura descobrir as maneiras pelas quais devem ser tomadas (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p.150). Sobre a abordagem da tradição positiva, a pesquisa em contabilidade realizada no mercado de capitais tem o objetivo de verificar a utilidade das práticas adotadas para a elaboração e publicação das demonstrações contábeis.

A abordagem positiva está baseada em dois fundamentos: o conceito de *Information Approach* e a Hipótese do Mercado Eficiente (HME). Segundo Watts e Zimmerman (1986, p.15),

A Hipótese do Mercado Eficiente (HME) compreende uma importante regra na evolução da pesquisa em contabilidade. O conflito entre a HME e as hipóteses em que se baseiam muitos dos procedimentos contábeis levam a introdução e popularização da teoria e metodologia positiva dentro da literatura contábil.<sup>15</sup>

No primeiro, o conceito de *Information Approach*<sup>16</sup> considera a contabilidade como um meio de transmissão da informação. A partir desse conceito, as demonstrações produzidas e divulgadas pela contabilidade possuem o potencial de transmitir informações que alteram as expectativas de seus usuários. Esse potencial é denominado capacidade informacional da contabilidade.

O conceito de *Information Approach* pode ser reconhecido dentro da abordagem sistêmica indicada por Iudícibus (2000, p. 23) em que prevalece, para a contabilidade, a função de fornecedora de informações, permitindo aos seus usuários tomar decisões e realizar julgamentos adequados. Sob a abordagem proposta pela *Information Approach*, a contabilidade assume o papel de instrumento redutor da assimetria informacional. Configurada como um meio de informação, a contabilidade contribui para equalizar o nível informacional entre os usuários internos e externos.

No segundo, a Hipótese do Mercado Eficiente é formulada sobre a premissa de que, por incorporar todas as informações sobre um ativo, os preços refletem todas as expectativas em

---

<sup>15</sup> “The efficient markets hypothesis (EMH) played an important role in the evolution of accounting research. The conflict between the EMH and hypotheses underlying many accounting prescriptions led to the introduction and popularization of positive theory and methodology in accounting literatures.”

<sup>16</sup> Abordagem da Informação, tradução livre do autor.

relação a ele. Todavia, a eficiência do mercado recebe uma classificação de acordo com o nível de incorporação das informações pelos preços dos ativos. O mercado pode ser eficiente na forma forte, em que todas as informações estariam incorporadas nos preços; na forma semiforte, em que somente as informações publicamente disponíveis estariam refletidas nos preços; e por último, na forma fraca, em que apenas as informações passadas estariam incorporadas nos preços. Segundo Ross *et al.* (2002, p.282):

Um mercado é eficiente no sentido semiforte quando os preços refletem (incorporam) toda informação publicamente disponível, incluindo informação tal como demonstrações contábeis publicadas, além de séries históricas de preço.

Entre os níveis de eficiência, o nível semiforte corresponde ao cenário mais valioso para a contabilidade. Em um mercado eficiente na forma semiforte haveria uma relação entre a contabilidade e as expectativas do mercado, porque qualquer alteração em uma variável contábil provocaria a variação dos preços das ações.

Nesse sentido, um mercado eficiente na forma semiforte consiste em um ambiente ideal para que a pesquisa em contabilidade possa construir hipótese que tenha a finalidade de verificar a relevância das informações contábeis divulgadas para o mercado.

### **2.3.2 A informatividade - relação entre o lucro contábil e o retorno das ações**

Considerado o mercado eficiente na forma semiforte, pelos seus princípios os preços deveriam variar conforme as expectativas presentes no mercado em relação aos lucros futuros e à geração de fluxo de caixa. Neste cenário, existe uma relação entre as informações divulgadas pela contabilidade e as expectativas futuras do mercado em relação ao ativo. Essa relação pode ser descrita segundo Watts e Zimmermann (1986, p.27),

Empiricamente, o lucro contábil pode ser associado com os fluxos de caixa. Se estiverem associados, então o lucro da contabilidade de uma empresa para o período atual pode fornecer a informação nos fluxos de caixa atuais da empresa e (se os fluxos de caixa atuais fornecem a informação nos fluxos de caixa futuros) em fluxos de caixa futuros previstos.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> “Empirically, accounting earnings can be associated with cash flows. If they are associated, then accounting earnings of a firm for the current period can provide information on the firm’s current cash flows and (if current cash flows provide information on future cash flows) on expected future cash flows.”

Conforme descrito acima, existem informações sobre o atual fluxo de caixa e futuros fluxos de caixa da empresa que estão contidas nos resultados contábeis. Se o mercado alterar as estimativas relativas aos resultados futuros, conseqüentemente haverá uma reavaliação dos fluxos de caixa futuros, e também do valor da empresa. Caso, em sua divulgação, uma informação contábil contenha alguma surpresa (informação desconhecida), ocorrerá um ajuste (impacto) imediato nos preços a partir das novas expectativas construídas sobre essa nova informação.

O impacto da informação contábil sobre os preços das ações foi inicialmente verificado pelos seminiais trabalhos realizados por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) no mercado americano. Apesar de adotarem metodologias diferentes, esses estudos se basearam no mesmo pressuposto de que, se os números contábeis divulgados contivessem novas informações ainda não conhecidas pelo mercado, os preços poderiam se ajustar imediatamente devido às alterações nas expectativas futuras no fluxo de caixa da empresa geradas pela divulgação da nova informação.

Partindo dos modelos empregados por diversos autores, como Easton e Harris (1991), Francis e Schipper (1999) e Bushman *et al.* (2004), a relação entre o lucro contábil e o retorno das ações é usualmente representada por uma equação em que o retorno<sup>18</sup> das ações é definido como uma variável explicada/dependente da variável lucro contábil. Em termos técnicos, a variável retorno das ações é regredida em função da variável lucro contábil, de forma a identificar o poder de explicação desta informação contábil sobre a variação dos preços das ações. Seguindo esta definição, a relação entre o retorno das ações e o lucro contábil assume a seguinte especificação<sup>19</sup>:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1.LC_{it} + \varepsilon \quad (2.1)$$

sendo:

$R_{i,t}$  = Retorno da ação da empresa i no período t;

$LC_{i,t}$  = Lucro contábil da empresa i no período t;

<sup>18</sup> Variação dos preços por determinado período de tempo.

<sup>19</sup> A formulação mais ampliada dessa relação ente lucro contábil e retorno dos preços das ações foi proposta por Easton e Harris (1991). Como variáveis explicativas, são usados os lucros e a variação dos lucros. Conforme evidências levantadas pelos autores, o poder de explicação dos retornos pelos lucros aumenta quando a variação dos lucros é adicionada à equação.

$\alpha_0$	=	Intercepto;
$\alpha_1$	=	Coefficiente angular entre o lucro contábil e o retorno;
$\varepsilon_{it}$	=	Erro.

Como listado acima, cada termo da equação (2.1) possui um significado específico. O lucro contábil ( $LC_{it}$ ) representa a variável independente do modelo, a variável explicativa, responsável pela explicação da variável retorno da ação ( $R_{it}$ ). Sendo assim, a variável retorno das ações ( $R_{it}$ ) é função do lucro contábil ( $L_{it}$ ), ou seja, é explicada pela surpresa presente no lucro. O intercepto compreende todas as outras informações que não foram refletidas pelo lucro contábil, e o coeficiente de variação do retorno em relação ao lucro consiste na parcela do lucro contábil que explica o retorno das ações.

Pela equação (2.1), a informatividade entre o lucro contábil e o retorno das ações é medida pelo coeficiente angular ( $\alpha_1$ ). Este raciocínio é definido por Francis *et al.* (2005, p.330): “Como informatividade compreende-se o coeficiente da inclinação que relaciona retornos aos lucros ou aos dividendos, obtidos ambos das regressões entre retornos anuais e lucros anuais ou dividendos, [...]”<sup>20</sup>

A fundamentação teórica que sustenta essa relação é baseada no uso dos lucros contábeis pelos investidores como informação útil para ajustar as suas expectativas. Se o lucro contábil contiver novas informações (surpresas), provocará ajustes nas expectativas dos investidores e, conseqüentemente, nos preços das ações e nos valores de mercado das empresas. Conforme Barth *et al.* (2001), “[...] somente informações relevantes e confiáveis podem ser usadas para a tomada de decisões e assim influenciar os valores de Mercado.”<sup>21</sup>

Sob esse raciocínio, a informatividade consiste em uma propriedade da informação contábil relacionada a sua capacidade informacional. A informatividade consiste numa medida que representa a intensidade da relação entre a informação contábil e o retorno das ações.

No extenso número de trabalhos realizados pela literatura internacional em diversos mercados sobre a relação entre lucros contábeis e retornos das ações, a grande maioria das evidências

---

<sup>20</sup> “By informativeness we mean the slope coefficient relating returns to earnings or dividends, obtained both from regressions of annual returns on annual earnings or dividends announcements, [...]”

<sup>21</sup> “[...] only information that is relevant and reliable will be used for decision-making and thus influence market values.”

encontradas confirmou a hipótese de relevância das informações contábeis divulgadas para o mercado. Porém os mesmos resultados registraram um baixo poder de explicação dos lucros contábeis, ou seja, a informatividade dos lucros é baixa. As evidências encontradas revelaram uma sinalização de que o baixo poder de explicação dos lucros contábeis pode estar relacionado a um conjunto de variáveis refletidas pelos preços e não capturadas pela contabilidade. Segundo Hendriksen e Van Breda (1999, p.206),

Parte do motivo para a falta de correlação perfeita está no fato de que os preços captam o impacto de um conjunto de informações muito mais amplo do que o representado apenas por lucros contábeis. Por exemplo, os preços reagem a coisas tão exóticas como boatos de guerra e tão corriqueiras quanto variações da taxa de juros de Letras do Tesouro.

A estrutura teórica inicialmente proposta por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) possibilitou que outros pesquisadores construíssem hipóteses de pesquisa sobre o impacto das informações divulgadas pela contabilidade e sobre a influência dos mais diversos tipos de elementos quanto à relação entre lucros e preços. Esses elementos podem ser qualquer um que esteja relacionado às variáveis lucro contábil ou retorno das ações, ou qualquer outro elemento presente no ambiente econômico, legal, político ou de governança em que essa relação ocorra.

### **2.3.3 A Teoria da agência e a contabilidade**

Abordando a Teoria da Agência dentro da perspectiva empresarial, a contabilidade pode exercer o papel de sistema de informação e avaliação entre os proprietários e administradores da empresa. Dentro desta perspectiva, pode-se elaborar a seguinte questão que envolve o tema: como o conflito entre as partes contratadas (principal e agente) pode influenciar o processo de demonstração/divulgação das informações contábeis? Da mesma maneira que a assimetria informacional, a teoria da agência é um tema desenvolvido pela economia que vem sendo empregado pela contabilidade com a intenção de fundamentar a sua relevância.

A teoria da agência procura descrever de forma lógica a relação entre dois indivíduos: o principal e o agente. Essa relação se estrutura sobre o comprometimento do agente em realizar uma tarefa para o principal e do comprometimento do principal em remunerar o agente pela tarefa realizada. Neste contexto, existe a necessidade da realização/utilização de um

instrumento (chamado de contrato) que possa ser adotado como sistema de informação e avaliação entre as partes.

No ambiente empresarial, o proprietário do capital (acionista) exerce o papel de principal e os administradores, o papel de agente. Nesse caso, os proprietários avaliam as decisões tomadas e adotadas pelos administradores. Dentro desse conflito, a contabilidade surge como sistema de informação entre os proprietários (avaliadores) e os administradores (tomadores de decisão), e se torna um importante instrumento para a mensuração de performance e de definição de remuneração.

### **2.3.3.1 O conflito entre acionistas majoritários e acionistas minoritários**

O nível de concentração do controle altera a relação de contratos existentes na empresa, transferindo o conflito de agência entre administradores e acionistas, para acionistas majoritários e acionistas minoritários. Em mercados desenvolvidos, tais como o americano e o inglês, em que a estrutura de controle é dispersa, levando os administradores a possuir uma fração muito pequena do capital em relação à participação dos *shareholders*, o conflito de interesses ocorre, conforme Jensen e Meckling (1976), entre os administradores e os *shareholders*.

Diferentemente, em mercados menos desenvolvidos, tais como os do sudoeste asiático e o brasileiro, em que o controle dos votos é concentrado nas mãos de poucos ou de um único acionista, que obtém total controle da empresa, o conflito de interesses passa a ocorrer entre os acionistas controladores, que também possuem o poder de administrar a empresa e os acionistas minoritários. Como ocorre na propriedade concentrada, as companhias brasileiras convivem com um conflito de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários (ASSAF NETO, 2007, p.70). Explica Valadares apud Bonomo (2002, p. 277),

[...] quando um acionista pode influenciar o controle da companhia, temos um novo problema de agência, agora entre o acionista controlador (aquele que contém mais de 50% dos votos da companhia) e os pequenos acionistas (e não entre executivos e acionistas, como ocorre no caso de propriedade difusa). Quando o acionista é grande o suficiente para influenciar diretamente o controle da empresa, ele também tem incentivo para diminuir o retorno dos investidores menores.

Conforme assinalado por diversos autores, entre eles Valadares *et al.* (2000), Okimura (2003), Carvalhal-da-Silva (2004) e Assaf Neto (2007), o abuso na utilização de ações sem direito a

voto favorece o acionista controlador, possibilitando-lhe manter uma maior posição no capital votante em relação a sua participação no capital total. A disparidade das participações do acionista controlador entre o capital votante e o capital total pode alimentar um desinteresse nos acionistas minoritários para manter ou ampliar as suas posições, provocando um evento maléfico para o mercado de capitais.

### **2.3.4 Efeitos relacionados com a estrutura de propriedade**

Pela literatura existente, os custos e benefícios relacionados com as características da estrutura de propriedade estão relacionados com a ocorrência de um determinado efeito como, por exemplo, os efeitos entrincheiramento e alinhamento, analisados por Claessens *et al.* (2002b). Assumindo a amplitude do escopo deste trabalho, segue abaixo a análise dos efeitos que fundamentam os custos e benefícios associados à concentração dos votos e à divergência entre direitos.

#### **2.3.4.1 O efeito entrincheiramento<sup>22</sup>**

Quando um acionista ou um grupo de acionistas possui a maioria dos votos, acaba possuindo o efetivo controle da empresa. E com o controle, o acionista majoritário tem o poder de determinar o quanto dos lucros será distribuído para os acionistas, entre eles os minoritários. Apesar de os acionistas minoritários terem por garantia a preferência no recebimento dos dividendos, permanece a incerteza de que o acionista majoritário e controlador pode oportunisticamente expropriar os seus direitos.

A expropriação dos acionistas majoritários pode ser realizada de diversas formas, desde a destinação de recursos/ativos para o uso particular até a transferência de resultados para outras empresas controladas pelo acionista majoritário. Como os acionistas majoritários podem exercer o controle da elaboração das demonstrações contábeis, existe um incentivo para que eles não divulguem os eventos que possam sinalizar as expropriações realizadas, evitando a contestação da sua administração pelos acionistas minoritários. Essa tentativa de manipular, no sentido de “omitir”, “acobertar” ou “abafar” os registros relativos às expropriações é conhecido como efeito entrincheiramento. Segundo Okimura (2004, p.32),

---

<sup>22</sup> *Entrenchement Effect.*



[...] a separação entre propriedade e controle pode intensificar ainda mais o efeito entrenchamento, à medida que o aumento da parcela de votos e de propriedade da empresa detida pelo controlador faz com que o mesmo esteja menos dependente e sujeito às decisões do conselho de administração e ao mercado de fusões e aquisições, permitindo a expropriação de riquezas para benefício privado, enquanto os custos seriam compartilhados entre todos os acionistas.

A definição do efeito entrenchamento foi originada da definição do efeito entrenchamento gerencial<sup>23</sup> levantado por Morck *et al.* (1988) ao analisarem a posse e a concentração de votos em poder dos executivos. Como descrito, o efeito entrenchamento está associado à estrutura de propriedade, especificamente à concentração dos votos. Tendo conhecimento dos incentivos do acionista majoritário para evitar a publicação de dados que possam aumentar o monitoramento de sua gestão e levar à contestação de sua administração, os investidores tenderam a não confiar e, portanto, dispor menos atenção às informações geradas por empresas que apresentem concentração dos votos em poder do acionista controlador. Acharam Fan e Wong (2002, p. 408),

Ou seja, os investidores prestam menos atenção aos números divulgados pela contabilidade, porque esperam que o acionista controlador reflita uma informação contábil que vai de encontro ao seu interesse pessoal diferente daquela que reflita a verdade sobre as transações econômicas da empresa. Em particular, os investidores não poderiam confiar nos resultados divulgados pela empresa porque o acionista controlador pode manipular os resultados para a expropriação.<sup>24</sup>

Esse comportamento leva à perda de credibilidade das demonstrações contábeis divulgadas e, por fim, à redução da informatividade dos lucros contábeis. Ainda Fan e Wong (2002, p.408), “A perda de credibilidade dos lucros divulgados reduz a informatividade dos lucros para os preços das ações”<sup>25</sup>. A concentração de votos pode ser maléfica para a contabilidade, levando a uma redução da credibilidade das demonstrações contábeis. Quanto maior o controle do acionista majoritário, maior a tendência para ele influenciar a contabilidade e omitir os eventos de expropriação realizada (*entrenchement effect*), levando à perda de credibilidade das informações divulgadas e, por fim, provocando a redução da informatividade dos números contábeis.

---

<sup>23</sup> *Managerial Entrenchement.*

<sup>24</sup> “That is, outside investors pay less attention to the reported accounting numbers, because they expect that the controlling owner reports accounting information out of self-interest rather than as a reflection of the firm’s true underlying economic transactions. In particular, outside investors may not trust the firm’s reported earnings because the controlling owner may manipulate earnings for outright expropriation.”

<sup>25</sup> “The loss of credibility in earnings reports lowers the stock price informativeness of the earnings.”

### 2.3.4.2 O efeito alinhamento<sup>26</sup>

À medida que aumenta a concentração dos votos, maior é o incentivo da expropriação do acionista controlador. Por outro lado, o aumento da concentração leva ao aumento da desconfiança do investidor, provocando a desvalorização das ações e reduzindo o valor da empresa.

Uma forma de o controlador contornar essa situação é aumentar a sua participação na estrutura de propriedade, levando o controlador a assumir significantes posições em todas as classes de ações, tanto as com direito a voto quanto as com direito a fluxo de caixa. A aquisição de uma fatia maior na estrutura de propriedade imprime um comprometimento do acionista controlador no sentido de tomar medidas que não provoquem a redução do valor da empresa. A elevada concentração de propriedade pode igualmente ser encarada como um compromisso no qual o acionista controlador esteja disposto a construir uma reputação contra a expropriação junto aos acionistas minoritários (GOMES, p. 616, 2000).

A partir do momento em que o acionista majoritário também passa a responder pelo controle da empresa, existem os incentivos relacionados ao efeito entrenchamento. Sabendo desse comportamento, os acionistas minoritários descontarão os custos envolvidos com as expropriações nos preços das ações, reduzindo o valor da empresa. De forma a compensar esse movimento, o acionista controlador pode aumentar a sua participação nos direitos de fluxo de caixa e nos direitos de voto além do mínimo necessário para assumir o controle. Esse aumento da concentração de ações pelo acionista controlador leva ao efeito alinhamento. Um alto grau de concentração de ações representa o comprometimento do controlador com a manutenção do valor da empresa, leva ao alinhamento dos interesses entre o acionista controlador e os acionistas minoritários. Conforme Fan e Wong (2002, p.406), “[...] a alta concentração de propriedade incentiva o efeito alinhamento: aumentar a participação da parte de um proprietário além do mínimo necessário para o efetivo controle melhora o alinhamento dos interesses entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários levando a redução do efeito entrenchamento”<sup>27</sup>

---

<sup>26</sup> *Alignment effect.*

<sup>27</sup> “*Ownership concentration has an incentive alignment effect: increasing an owner’s share ownership beyond the minimum level needed for effective control improves the alignment of interests between the controlling owner and the minority shareholders and reduces the effects of entrenchment.*”

O efeito alinhamento atua no sentido oposto ao do efeito acobertamento. A sua influência sobre a informatividade da contabilidade é positiva. A presença do efeito alinhamento reduz o impacto do efeito acobertamento, proporcionando o aumento da credibilidade das informações contábeis divulgadas pela empresa.

### 2.3.4.3 O efeito cumprimento<sup>28</sup>

O efeito cumprimento (*enforcement*) consiste na capacidade que o sistema jurídico de um mercado possui de fazer cumprir os direitos de acionistas minoritários. Em países onde há menor *enforcement*, pode existir uma facilidade maior para a expropriação dos acionistas minoritários, incentivando a concentração do controle das empresas.

**Quadro 8 - Classificação da proteção legal dos investidores conforme a origem das leis**

	<b>Proteção dos Acionistas</b>	<b>Proteção dos Credores</b>	<b><i>Enforcement</i></b>
<b>Forte Proteção</b>	Direito Comum	Direito Comum	Direito Civil Escandinavo
<b>Intermediário</b>	Direito Civil Escandinavo	Direito Civil Alemão	Direito Civil Alemão
<b>Intermediário</b>	Direito Civil Alemão	Direito Civil Escandinavo	Direito Comum
<b>Fraca Proteção</b>	Direito Civil Francês	Direito Civil Francês	Direito Civil Francês

FONTE: adaptado de Okimura (2003, p.27)

Estudos, como o de La Porta *et al.* (1999), que pesquisaram a estrutura de proteção legal dos minoritários em diversos países, constataram uma tendência de concentração da estrutura de propriedade e de controle em países que continham um menor *enforcement* em relação a normas de proteção aos minoritários.

O nível de *enforcement* varia de acordo com o sistema legal vigente. Evidências encontradas por La Porta *et al.* (1999) e Ball *et al.* (2000) constataram que os sistemas baseados no *Common-Law*, como o americano e o inglês, proporcionam um maior nível de proteção aos acionistas minoritários. Nesses países, onde a propriedade é dispersa, individualmente os acionistas possuem uma participação pequena na propriedade, e o seu poder é pequeno. Segundo Okimura (2004, p.38),

<sup>28</sup> *Enforcement Effect.*

Os interesses dos acionistas dentro desse modelo são amplamente protegidos por um mercado acionário com alta liquidez, alta necessidade de transparência das informações e *enforcement* dos direitos de acionistas minoritários.

Em mercados baseados no Direito Civil Francês (*Civil-Law*) tal como o brasileiro, o nível de proteção aos acionistas minoritários é considerado baixo, em particular quanto às questões relacionadas ao *enforcement* das normas de segurança dos direitos dos minoritários.

O efeito cumprimento imprime um impacto positivo à contabilidade. Um maior nível de cumprimento das normas de proteção aos investidores pode provocar o aumento da credibilidade da contabilidade. Essa afirmação é condizente com as evidências encontradas por La Porta *et al.* (1999) e Ball *et al.* (2000).

#### 2.3.4.4 O efeito informação<sup>29</sup>

A concentração da propriedade possibilita ao controlador limitar o *disclosure* para o mercado. Um baixo nível de *disclosure* também pode ser visto como uma estratégia para dificultar o acesso de informações/conhecimentos pelos competidores e uma forma de evitar riscos políticos e sociais. Conforme apontaram Jensen e Meckling (1992), empresas com o domínio de tecnologias específicas baseadas no conhecimento humano (ex.: empresas de software) possuem a tendência de concentrar a propriedade do conhecimento/tecnologia e conseqüentemente as decisões nas mãos das pessoas que dominam esses conhecimentos específicos. Para Fan e Wong (2002, p.408),

Delegar o controle a indivíduos que não possuem conhecimento específico pode levar a tomada de decisões erradas ou elevar o custo para transferir o conhecimento aos indivíduos que o necessitam. Além disso, se as empresas que dominam algum conhecimento delegam a mais indivíduos o direito para a tomada de decisão, igualmente têm que dar a estes indivíduos o conhecimento específico para permitir que os mesmos tomem decisões adequadas. Quanto maior o número de indivíduos informados, maior a probabilidade de que a informação do proprietário se torne conhecida pelos usuários externos e pelos potenciais concorrentes.<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> *Information Effect.*

<sup>30</sup> “Assigning control to individuals without specific knowledge can lead to suboptimal decisions or a high cost of transferring knowledge to necessary individuals. Moreover, if firms with proprietary knowledge give more individuals decision rights, they also have to give those individuals the proprietary knowledge to allow them to make informed decisions. The larger the set of informed individuals, the larger the likelihood that the proprietary information leaks to the public and potential competitors.”

Um item a favor do efeito informação é o argumento de que os relatórios financeiros seriam uma fonte de informação valiosa para os competidores, ou mecanismo de monitoramento para algum usuário externo. Esse tipo de comportamento foi observado por Fan e Wong (2002) nos mercados do Sudoeste asiático, por empresas envolvidas em negócios com o governo. Segundo Fan e Wong (2002, p.409),

[...] há duas razões pelas quais as empresas com controle concentrado pode melhor acoplar na incitação política do que empresas com controle disperso. Primeiramente, a concentração da decisão dentro das empresas permite que se opere com maior secretismo. Um político pode desejar mais secretismo a fim de manter uma reputação da integridade. As empresas igualmente preferem operar em segredo a fim de desanimar a entrada de concorrentes. Em segundo lugar, comparado a um gerente empregado em uma empresa com controle disperso, um proprietário com controle é mais seguro em sua posição na empresa e tem assim mais credibilidade para trocar favores com o governo. A fim de trocar favores com os políticos e os burocratas em segredo, as empresas geralmente concentraram o controle, permitindo que tenham o rígido controle do fluxo de informação ao público, reduzindo por sua vez a transparência da empresa.<sup>31</sup>

Em setores econômicos, onde o relacionamento político é muito importante (ex.: obras públicas), existe o interesse conjunto dos minoritários e dos majoritários em limitar a divulgação de informações, evitando riscos políticos e de monitoramento pelos competidores. Assim, o efeito informação incentivaria um baixo nível de informatividade da contabilidade.

### 2.3.5 Os efeitos e a informatividade dos lucros contábeis

Conforme Fan e Wong (2002, p.408),

Como a parte da estrutura de propriedade determina o problema da agência de uma empresa, ela igualmente impacta a produção de informações da empresa. Quando um acionista efetivamente controla uma empresa, ele igualmente controla a produção da informação de contabilidade da empresa e de suas políticas de divulgação.<sup>32</sup>

Conforme descrito, quando um acionista passa a ter o controle efetivo da empresa, ele passa a ter também o controle da contabilidade. Sob a influência do controlador, a contabilidade passa

---

<sup>31</sup> “[...] there are two reasons why closely held firms are better able to engage in political lobbying than widely held firms. First, the concentrated decision rights within the firms allow them to operate in greater secrecy. A politician may desire more secrecy in order to maintain a reputation of integrity. The firms also prefer operating in secret in order to discourage entry by competitors. Second, compared to a hired manager in a widely held firm, a controlling owner is more secure in his position in the firm and thus has more credibility on which to trade favors with the government. In order to trade favors with politicians and bureaucrats in secret, firms generally have highly concentrated ownership that allows them to have tight control of information flows to the public, which in turn reduces corporate transparency.”

<sup>32</sup> “Just as the share ownership structure delineates a firm’s agency problem, it also impacts the firm’s reporting. When an owner effectively controls a firm, he/she also controls the production of the firm’s accounting information and reporting policies.”

a ser afetada pelos custos e benefícios relacionados à estrutura de propriedade da empresa. Atendendo o escopo deste estudo, os efeitos associados à estrutura de propriedade, entrincheiramento, alinhamento e cumprimento serão utilizados para fundamentar a relação entre a informatividade do lucro contábil e a concentração dos votos e a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa).

### 2.3.5.1 Relação entre a concentração dos votos e a informatividade

O aumento de sua participação no total de votos consiste em um incentivo para o acionista controlador expropriar os minoritários. Esta relação é confirmada por Carvalhal-da-Silva (2004, p.350): “[...] a concentração do direito de voto nas mãos dos acionistas controladores pode ser associada com maior grau de expropriação dos minoritários, uma vez que grandes acionistas preferem auferir benefícios privados de controle, que não são divididos com os minoritários.”

Na medida em que o acionista controlador possui o controle da empresa, passa a ter controle sobre a produção das informações contábeis. Tendo o controle da contabilidade, o acionista controlador pode modificar as informações contábeis de forma a não evidenciar dados que possam comprovar a expropriação dos minoritários. Esta ação do acionista configura o efeito entrincheiramento. Assim, a expropriação dos minoritários resulta no efeito entrincheiramento, provocando a redução da credibilidade das informações contábeis divulgadas.

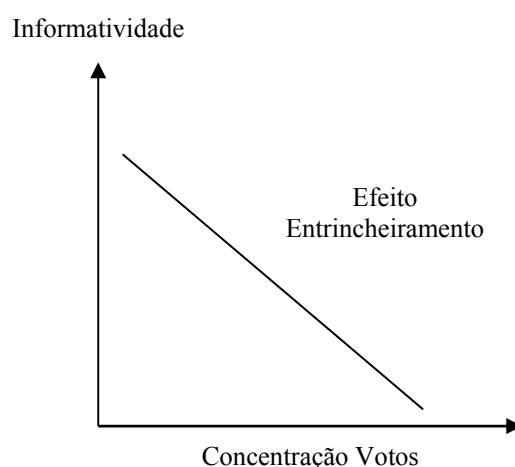


Figura 4 - Relação entre informatividade e concentração dos votos sob o efeito entrincheiramento

A figura 4 representa a relação entre a informatividade e a concentração de votos. Como a ocorrência do efeito entrincheiramento está diretamente vinculada à concentração dos votos, então a concentração dos votos proporciona uma influência negativa sobre a informatividade das informações contábeis divulgadas. Desta maneira, a relação entre informatividade dos lucros contábeis e a concentração dos votos deve ser negativa. Assim, quanto maior a concentração dos votos, maior o efeito entrincheiramento e, portanto, menor a credibilidade das informações divulgadas pelo controlador e menor a informatividade dos lucros contábeis.

### **2.3.5.2 Relação entre a divergência entre direitos e a informatividade**

No mercado brasileiro, devido à possibilidade de montar estruturas piramidais de controle e de emissão de ações preferenciais, os acionistas controladores tendem a deter, em sua participação acionária, maior quantidade de direitos de votos do que direitos de fluxo de caixa.

Essa divergência entre direitos em sua participação acionária proporciona ao acionista controlador um incentivo para expropriar o acionista minoritário. Caso o acionista controlador detenha uma grande divergência entre direitos na sua participação, ou seja, tenha a quantidade de direitos de voto muito superior à quantidade de fluxo de caixa, ele arcará com uma pequena parte dos custos de sua expropriação. Assim, quanto maior a divergência de direitos na posição do acionista controlador, maior o incentivo para expropriar.

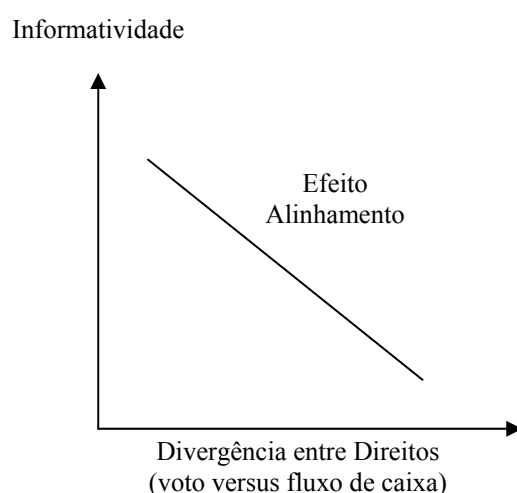
No sentido inverso, caso a divergência entre direitos na posição do controlador seja pequena, na qual a quantidade de direitos de voto seja próxima à quantidade de direito de fluxo de caixa, o incentivo para expropriar será menor. Nesse caso, os custos do acionista controlador serão maiores reduzindo o incentivo para expropriar.

Uma das alternativas que o acionista controlador possui, no mercado brasileiro, para aumentar a quantidade de direitos de fluxo de caixa em sua participação acionária é a aquisição de ações preferenciais, que possuem maior liquidez do que as ações ordinárias, com direito a voto. A aquisição de ações preferenciais provoca dois eventos: primeiro, o aumento da participação do acionista controlador na estrutura de propriedade da empresa e, segundo, a redução da divergência entre direitos de voto e fluxo de caixa na posição acionária do acionista controlador.

Como as ações preferenciais não possuem direito a voto, o aumento da presença destas ações na participação acionária do acionista controlador pode sinalizar uma mudança de atitude do mesmo em relação aos interesses dos minoritários. Esta atitude pode proporcionar a redução da desconfiança dos minoritários em relação às informações divulgadas pelo acionista controlador.

Sob esse raciocínio, a redução da divergência entre direitos pode proporcionar um alinhamento entre os interesses do controlador e os dos minoritários. Na medida em que o controlador aumenta a relação de direitos de fluxo de caixa sobre os direitos a voto, existe uma redução do incentivo para a expropriação, que pode mitigar o efeito entrincheiramento, levando conseqüentemente ao aumento da credibilidade das informações contábeis divulgadas pelo acionista controlador.

Neste sentido, o efeito alinhamento decorre da redução da divergência entre os direitos (voto versus fluxo de caixa) na posição do acionista controlador. Conforme descrito, quanto menor a divergência entre direitos, maior o efeito alinhamento, e maior a informatividade das informações contábeis divulgadas. O efeito alinhamento também pode ser analisado em função da divergência entre direitos, conforme figura abaixo.



**Figura 5 - Relação entre informatividade e divergência entre direito sob o efeito alinhamento**

Conforme figura 5, a relação entre a divergência entre direitos e a informatividade pode ser fundamentada pelo efeito alinhamento. Se o acionista controlador, que possui o maior número



de votos, aumentar as suas posições em direitos de fluxos de caixas, principalmente pela aquisição de ações preferenciais, haverá uma redução dos incentivos para que ele exproprie os minoritários. Assim, o efeito alinhamento pode aumentar os custos da expropriação para o acionista controlador, e conseqüentemente, reduzir o efeito entrincheiramento, aumentando a informatividade dos lucros contábeis divulgados.

### **2.3.5.3 O efeito das práticas diferenciadas de governança corporativa**

Os impactos da concentração de votos e da divergência entre direitos foram, respectivamente, fundamentados pelos efeitos entrincheiramento e alinhamento. Entretanto, ao analisar o papel das práticas diferenciadas de governança corporativa, pode-se introduzir o efeito cumprimento.

A partir do momento em que passa a adotar mecanismos mais rígidos de governança corporativa, a empresa estará conseqüentemente elevando o seu nível de *enforcement*. Por implementar uma maior proteção aos interesses dos minoritários, a adoção de práticas diferenciadas agiria como uma força inibidora dos eventos que proporcionam o surgimento do efeito entrincheiramento e do efeito alinhamento. E, como consequência lógica, essa adoção minimizaria os impactos da concentração de votos e da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis. De forma prática, a adoção de mecanismos de governança corporativa mais rígidos podem reduzir o oportunismo da manipulação dos lucros contábeis pelos administradores.

Uma evidência que suporta esta afirmação foi obtida por Klein (2002) no mercado americano. Motivado pela mudança de regras impostas pela *Security Exchange Commission* (SEC) as empresas negociadas na bolsa de Nova York (NYSE) e na bolsa eletrônica Nasdaq, Klein (2002) examinou a relação entre as características do conselho e do comitê de auditoria e o gerenciamento dos lucros contábeis. Os resultados indicaram uma relação negativa entre a independência do comitê de auditoria e a manipulação dos lucros contábeis. As evidências desse estudo indicam a relação de outros mecanismos de governança corporativa com a manipulação dos lucros. Verificou-se que o gerenciamento dos lucros está positivamente relacionado com a compensação dos administradores, e negativamente relacionada com a participação acionária dos administradores. Os resultados encontrados por Klein (2002) sugerem que a adoção de práticas mais rígidas de governança corporativa podem contribuir

para o monitoramento mais efetivo dos administradores, reduzindo os riscos de manipulação dos lucros contábeis.

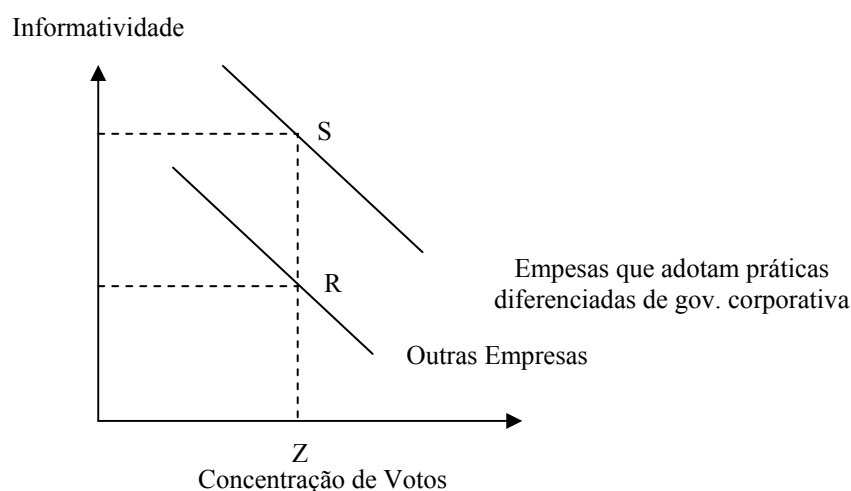
Em relação ao mercado brasileiro, Terra e Lima (2006) realizaram uma pesquisa com a finalidade de buscar evidências sobre a diferença de reação do mercado à divulgação das demonstrações financeiras. Os autores adotaram como sinalizadores de governança corporativa: a adesão a qualquer nível de governança (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), a emissão de ADR, o tipo de controle (controle privado versus controle estatal), o tamanho da companhia e o prazo de divulgação das demonstrações financeiras. Os resultados desta pesquisa não conseguiram gerar evidências que pudessem constatar as diferenças entre os retornos anormais das empresas que aderiram a algum nível de governança corporativa e os retornos anormais das empresas que não aderiram. Os autores indicaram que o resultado não conclusivo encontrado estaria relacionado ao reduzido número de observações da subamostra utilizada.

Consideradas as práticas exigidas nos níveis governança existentes no mercado brasileiro, para Terra e Lima (p.40, 2006) “[...] a adesão voluntária da empresa às normas mais exigentes desses segmentos de mercado é um sinalizador de maior nível de governança.” Entre as práticas diferenciadas adotadas pelas empresas listadas nos segmentos especiais de listagem (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), pode-se inferir que práticas como: manutenção de um *free float* mínimo, concessão de *tag along*, composição de conselho de administração independente e divulgação de demonstrações financeiras pelo padrão internacional (IFRS) ou pelo padrão americano (US GAAP), possuem a finalidade de aumentar o nível de proteção e transparência disponibilizado aos acionistas minoritários.

Por meio da adoção das práticas diferenciadas de governança corporativa, as empresas possibilitam aos investidores maior exatidão na fixação dos preços das ações e um melhor acompanhamento e fiscalização de suas atividades, com maior segurança e menor risco (SOUZA, 2005, p. 102). Esse raciocínio é compartilhado por Siqueira (2007, p. 533),

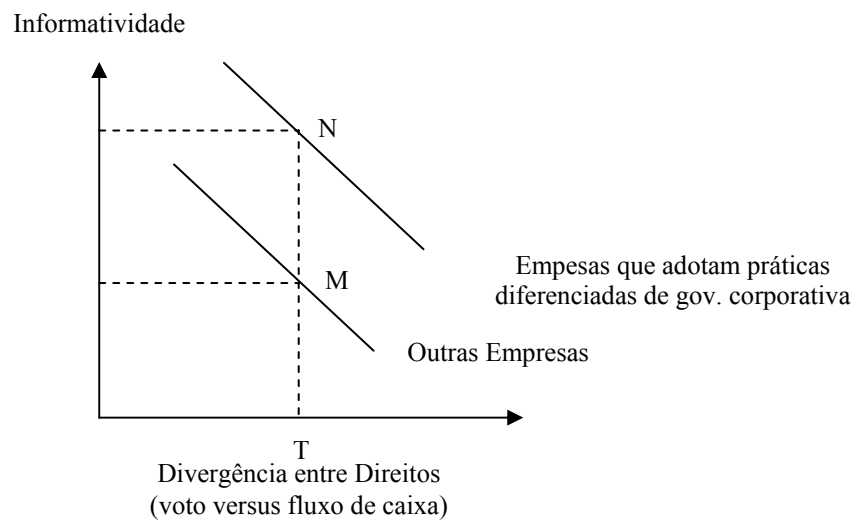
O conjunto de exigências presente em cada um dos segmentos traz benefícios aos investidores, pois, segundo a BOVESPA, permite maior precisão na precificação das ações, melhoria no processo de acompanhamento e fiscalização, proporcionando maior segurança quanto aos seus direitos societários e redução do risco.

Seguindo o raciocínio delineado, pode-se inferir que, devido ao maior nível de proteção e transparência correspondentes ao maior grau de *enforcement* originado pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, a influência dos efeitos entrenchamento e alinhamento sejam menores nas empresas listadas nos segmentos especiais de listagem (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2). Assim, espera-se que adoção de práticas diferenciadas de governança levem à redução da influência da concentração dos votos e da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis.



**Figura 6 - Relação entre concentração de votos e informatividade considerando-se a adoção de práticas diferenciadas de governança**

Conforme representado pela figura 6, dado um determinado nível de concentração de votos (ponto Z), espera-se que as empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa apresentem maiores níveis de informatividade dos lucros contábeis (ponto S) do que as empresas que não as adotam (ponto R). Desta forma, espera-se que, sob a influência da concentração dos votos, a informatividade dos lucros contábeis seja maior em empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa.



**Figura 7 - Relação entre divergência entre direitos e informatividade considerando-se a adoção de práticas diferenciadas de governança**

De forma similar, o raciocínio desenvolvido para a relação entre a concentração de votos e a informatividade dos lucros contábeis pode ser estendido para a relação entre a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) e informatividade dos lucros contábeis. Conforme figura 7, dado um determinado nível na divergência entre direitos (ponto T), espera-se que as empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa registrem maior informatividade dos lucros contábeis (ponto N) dos que as empresas que não adotam (ponto M). Desta maneira, espera-se que, sob a influência da divergência entre direitos, a informatividade dos lucros contábeis seja maior nas empresas que adotam práticas diferenciadas de governança.



### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Aspectos metodológicos

Considerando a classificação da pesquisa em contabilidade, entre tradição normativa e tradição positiva, este estudo pode ser identificado como um trabalho de tradição positiva. Define-se como positiva a teoria que tem por finalidade fornecer subsídios para explicar e prever determinados fenômenos. Essa denominação provém da economia e é utilizada em sentido oposto ao significado da teoria normativa (IUDÍCIBUS; LOPES, 2004, p.18).

Com intenção de investigar a relação de duas variáveis, a informatividade do lucro contábil e a estrutura de controle das empresas brasileiras, este estudo adotou a abordagem metodológica empírico-analítica. Para Martins (2002, p.34), trabalhos com esta abordagem:

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

Ainda sobre o enfoque epistemológico, esta pesquisa pode ser classificada em:

- a) explicativa: conforme Castro (1978, p.66), “[...] quando, em uma pesquisa, o pesquisador tenta estabelecer relacionamentos entre variáveis, estudar o nexo, tem-se a denominada pesquisa explicativa”; Gil (1996, p.46-47) acrescenta que “[...] essas pesquisas têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos”; e
- b) *ex-post-facto*: em relação ao tempo; por estudar os fatos após a sua ocorrência e por não ter nenhuma influência sobre os eventos, a pesquisa também pode ser considerada como *ex-post-facto*. Segundo Martins (2000, p.26), “[...] nesse tipo de investigação o pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes porque suas manifestações já ocorreram, ou porque elas são, por sua natureza, não manipuláveis”.

### 3.2 Seleção da amostra de trabalho e das subamostras

Sendo a pesquisa direcionada para o mercado brasileiro, a amostra de trabalho foi composta por ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Para a escolha das ações que compõem esta amostra de trabalho foram adotados os seguintes critérios de seleção:

1. uso das ações das empresas (não financeiras) negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), pelo período de 2000 a 2006;
2. foram selecionadas as ações que apresentassem presença em bolsa igual ou maior do que 98% dos dias de negociação em cada ano, para todos os anos que compõem o período analisado. A presença em bolsa corresponde ao percentual de dias (em relação ao total de dias de pregão no ano) em que foram registrados negócios com a ação;
3. entre ações preferenciais e ordinárias negociadas de uma mesma empresa, foi selecionada a ação que registrasse a maior liquidez no período analisado. Sendo assim, na amostra de trabalho haverá uma ação para cada empresa (sendo que essa ação pode ser ordinária ou preferencial). Este procedimento torna-se necessário para evitar duplicidade de ações (ordinárias e preferenciais) de uma mesma empresa. Desta maneira haverá apenas uma ação por empresa na amostra de trabalho;
4. foram desconsideradas todas as ações que não apresentassem nenhuma das informações necessárias para atender as especificações das variáveis dos modelos adotados.

Assim, após a utilização destes critérios de classificação, foram separadas 500 ações<sup>33</sup>, sendo 441 referentes a ações preferenciais e 59 a ações ordinárias, de 117 empresas diferentes. As ações e os respectivos dados que compõem esta amostra de trabalho se encontram listadas no Apêndice 1.

Por apresentar elementos em duas dimensões, séries temporais e dados em corte (*cross-section*), a amostra de trabalho consiste em um conjunto de dados em painel. Nos dados em painel, a mesma unidade de corte transversal (uma família, uma empresa, um estado) é acompanhado ao longo do tempo. Em síntese, os dados em painel têm uma dimensão espacial e outra temporal (GUJARATI, 2006).

---

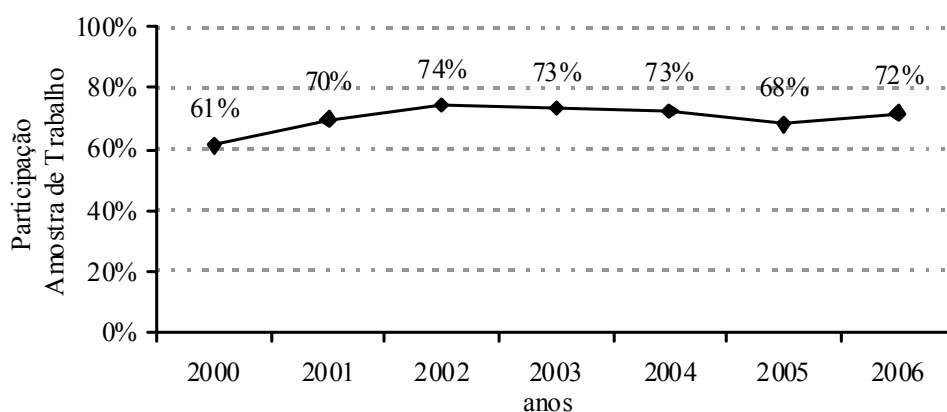
<sup>33</sup> Utilizou-se o termo ações para especificar as observações que compõem a amostra. Mesmo que uma ação possa ser observada em vários anos, cada observação ação/ano será tratada como uma ação diferente.

Por possuir números diferentes de observações de corte para cada unidade de tempo, a amostra de trabalho é considerada como um painel desequilibrado. Para Stock (2004, p.186) “um painel equilibrado inclui todas as suas observações, isto é, as variáveis são observadas para cada entidade e cada período de tempo. Um painel com falta de dados em pelo menos um período de tempo para pelo menos uma entidade é chamado de painel desequilibrado”. A amostra de trabalho conta com a seguinte quantidade de observações para cada ano:

**Tabela 11 - Número de ações (observações) por ano contidas na amostra de trabalho**

Ano	Amostra	%
2000	59	11,80
2001	58	11,60
2002	62	12,40
2003	70	14,00
2004	77	15,40
2005	84	16,80
2006	90	18,00
<b>Total</b>	<b>500</b>	<b>100,00</b>

Embora não tenha sido empregada uma amostragem baseada em um método probabilístico, a amostra de trabalho selecionada apresenta tamanho significativo. Considerado como referência o valor de mercado das empresas que compõem a amostra de trabalho, pelo Gráfico 1, observa-se que as empresas que compõem a amostra de trabalho representam, na média 70% do valor de mercado de todas as empresas negociadas na Bovespa durante o intervalo analisado.

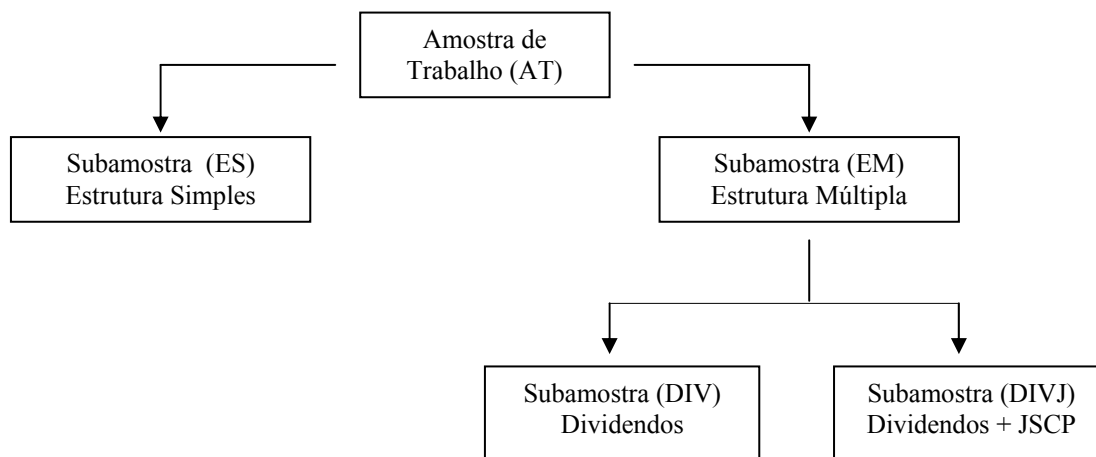


**Gráfico 1 - (%) Participação da amostra de trabalho sobre o valor de mercado total**

A partir da amostra de trabalho foram geradas subamostras para atender as demandas de cada um dos modelos utilizados pela metodologia. Desta maneira, a amostra de trabalho foi



reclassificada e segregada em 4 (quatro) subamostras. Assim, passa-se a existir uma subamostra específica para cada um dos modelos adotados pela metodologia. A segregação das subamostras é representada pelo fluxo abaixo:



**Figura 8 - Segregação das subamostras**

Conforme representado pela figura acima, a partir da amostra trabalho, foram segregadas 4 (quatro) subamostras. Consideradas as divisões realizadas e os critérios utilizados, as subamostras contemplaram as seguintes quantidades de observações:

**Tabela 12 - Critérios utilizados e número de observações por amostra/subamostras**

Sigla	Amostra/Subamostra	Critérios	Obs.
AT	Amostra Trabalho	Todas as ações selecionadas	500
ES	Estrutura Simples	Somente ações de empresas que possuem capital formado por ações ordinárias	59
EM	Estrutura Múltipla	Somente ações de empresas que possuem capital formado por ações ordinárias e preferenciais	441
DIV	Dividendos	Somente ações de empresas que possuem capital formado por ações ordinárias e preferenciais que divulgaram somente dividendos	285
DIVJ	Dividendos e JSCP	Somente ações de empresas que possuem capital formado por ações ordinárias e preferenciais que divulgaram dividendos e JSCP	340

Inicialmente, a partir da amostra de trabalho (AT) foram segregadas 2 (duas) subamostras: primeiro, a subamostra ES (estrutura simples), na qual foram selecionadas todas as observações das empresas que possuem o seu capital formado apenas por ações ordinárias e,

segundo, a subamostra EM (estrutura múltipla), que congrega as observações das empresas com capital formado por mais de uma classe de ações, ordinárias e preferenciais. A partir da subamostra EM, houve a segregação de outras 2 (duas) subamostras: a subamostra DIV (dividendos), em que foram classificadas as empresas com estrutura múltipla e que pagaram dividendos (sendo considerados apenas os dividendos); e a subamostra DIVJ (dividendos+JSCP), em que foram classificadas as empresas com estrutura múltipla e que pagaram dividendos e juros sobre capital próprio (JSCP).

### 3.3 Definição das variáveis

#### 3.3.1 Variáveis dependente e independentes

1. **Retorno Anormal (RA):** Como medida para o retorno das ações foi adotado o retorno anormal (RA). Entre as formas indicadas por Soares (2002), adotou-se o retorno<sup>34</sup> da ação ajustado pelo retorno<sup>35</sup> do mercado, procedimento similar ao adotado por Fan e Wang (2002) e Francis et. al. (2005). O retorno anormal representa o excesso de retorno da empresa em relação ao mercado em determinado período.

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - RIBOV_t$$

Onde,  $RA_{i,t}$  é o retorno anormal da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $R_{i,t}$  é o retorno da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $RIBOV_t$  é o retorno do mercado para o período  $t$ . Como medida para o retorno do mercado foi utilizada a variação do Ibovespa (IBOV).

---

<sup>34</sup> Retorno da ação foi calculado da seguinte forma:

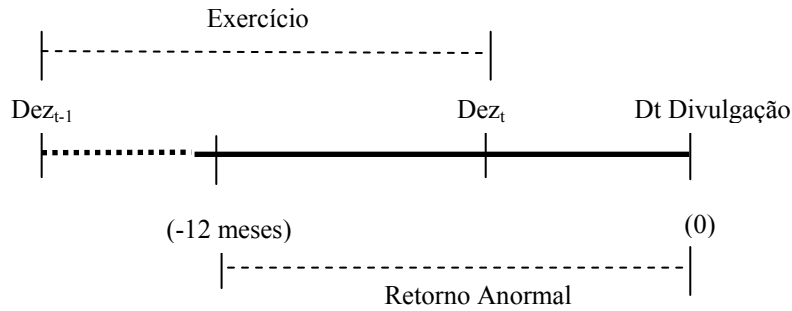
$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Onde,  $R_{i,t}$  = taxa de retorno da ação  $i$  no período  $[t, t-1]$ ,  $P_{i,t}$  = preço da ação  $i$  na data  $t$ , e  $P_{i,t-1}$  = preço da ação  $i$  na data  $t-1$ .

<sup>35</sup> Retorno do mercado foi calculado de forma análoga ao retorno da ação:

$$RIBOV_t = \frac{IBOV_t - IBOV_{t-1}}{IBOV_{t-1}}$$

Onde,  $RIBOV_t$  = taxa de retorno do Ibovespa no período  $[t, t-1]$ ,  $IBOV_t$  = preço do Ibovespa na data  $t$ , e  $IBOV_{t-1}$  = preço do Ibovespa na data  $t-1$ .



**Figura 9 - Janela para o cálculo do retorno anormal**

Conforme a figura 9, os retornos das ações e do mercado foram calculados por uma janela de 12 meses, tendo com data focal, data (0), o dia da divulgação das demonstrações contábeis para o mercado. A escolha desta data parte da premissa de que ao considerar um ambiente onde o mercado é eficiente na forma semiforte, a divulgação dos resultados contábeis é considerada como uma forte sinalização sobre as expectativas futuras de uma empresa.

2. **Maior Acionista Controlador (MAC):** é o acionista controlador que possui, com base na estrutura indireta, o maior percentual de direitos de votos em relação ao total de direitos de votos da empresa analisada.

$$MAC_{i,t} = \max \left\{ 0, \frac{V_{i,t}^j}{TV_{i,t}} \right\}$$

Sendo:  $MAC_{i,t}$  é o maior acionista controlador da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $V_{i,t}^j$  é a quantidade de votos do acionista  $j$  da empresa  $i$  no período  $t$ , e  $TV_{i,t}$  é o total de votos da empresa  $i$  no período  $t$ .

3. **Lucro Líquido Ajustado (LLA):** é o lucro líquido da empresa divulgado no exercício ajustado pelo valor de mercado da empresa.

$$LLA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{VM_{i,t-1}}$$

Em que,  $LLA_{i,t}$  é o lucro líquido ajustado da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $LL_{i,t}$  é o lucro líquido da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $VM_{i,t-1}$  é o valor de mercado da empresa  $i$  no período  $t-1$ .

4. **Dividendo Ajustado (DIVA):** é o total de dividendos divulgado no exercício ajustado pelo valor de mercado da empresa.

$$DIVA_{i,t} = \frac{DIV_{i,t}}{VM_{i,t-1}}$$

Em que,  $DIVA_{i,t}$  é o dividendo ajustado da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $DIV_{i,t}$  é o dividendo da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $VM_{i,t-1}$  é o valor de mercado da empresa  $i$  no período  $t-1$ .

5. **Concentração dos Votos (CV):** consiste na quantidade de votos que o maior acionista controlador (MAC) possui sobre o total de votos.

$$CV_{it} = \frac{V_{i,t}^{MAC}}{TV_{i,t}}$$

Em que,  $CV_{i,t}$  é a concentração de votos;  $V_{i,t}^{MAC}$  é a quantidade de votos do maior acionista controlador (MAC) da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $TV_{i,t}$  é o total de votos da empresa  $i$  no período  $t$ .

6. **Direitos de Fluxo de Caixa (FC):** consiste na quantidade de direitos de fluxo de caixa que o maior acionista controlador (MAC) possui sobre o total de direitos de fluxo de caixa da empresa; corresponde à participação acionária (ordinárias e preferenciais) do maior acionista controlador na composição acionária da empresa.

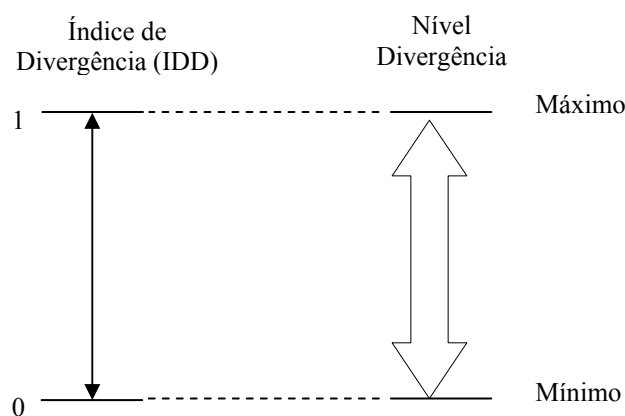
$$FC_{it} = \frac{A_{i,t}^{MAC}}{TA_{i,t}}$$

Em que,  $FC_{i,t}$  é a quantidade de direitos de fluxo de caixa do acionista controlador;  $A_{i,t}^{MAC}$  é a quantidade de ações (ordinárias e preferenciais) do maior acionista controlador (MAC) da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $TA_{i,t}$  é o total de ações da empresa  $i$  no período  $t$ .

7. **Índice de Divergência entre Direitos (IDD):** mensura a divergência entre direitos (fluxo de caixa versus votos) a partir da relação entre a participação nos direitos a fluxo de caixa e a participação nos direitos de voto presentes na participação do maior acionista controlador (MAC) de uma determinada empresa.

$$IDD_{i,t} = 1 - \left[ \frac{FC_{i,t}}{VC_{i,t}} \right]$$

Sendo:  $IDD_{i,t}$  o índice de divergência entre direitos;  $FC_{i,t}$ , a quantidade de direito de fluxo de caixa do maior acionista controlador (MAC) da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $VC_{i,t}$ , a quantidade de votos do maior acionista controlador (MAC) da empresa  $i$  no período  $t$ .



**Figura 10 - Índice de divergência entre direitos**

Da forma como foi formulado, quanto maior for o índice de divergência ( $IDD_{i,t}$ ), maior a divergência entre os direitos. Assim, um IDD com valor igual a 1 (um) significa divergência máxima<sup>36</sup>, e com um valor igual a 0 (zero), divergência mínima<sup>37</sup>. A divergência mínima indica que não há discrepância entre o percentual de votos e o percentual de fluxo de caixa em poder do maior acionista controlador (MAC) e, de forma inversa, a divergência máxima

<sup>36</sup> Divergência Máxima, ocorre quando o acionista controlador não possui direitos de fluxo de caixa (FC), então:

$$IDD_{i,t} = 1 - \frac{FC_{i,t}}{CV_{i,t}} = \frac{0}{CV_{i,t}} = 1 - 0 = 1$$

<sup>37</sup> Divergência Mínima, ocorre quando o acionista controlador possui o percentual de direitos de fluxo de caixa (FC) igual ao percentual de direitos de votos (CV), então:

$$IDD_{i,t} = 1 - \frac{FC_{i,t}}{CV_{i,t}} = 1 - 1 = 0, \text{ se } FC = CV$$

indica que o percentual de fluxo de caixa é irrelevante em relação ao percentual de votos. Nota-se que a situação de divergência máxima ( $IDD = 1$ ) é uma situação impossível, pois um  $FC = 0$ , corresponde a nenhuma participação acionária no capital da empresa. Assim, a divergência entre direitos pode assumir qualquer valor no intervalo:  $\{0 \leq IDD < 1\}$ .

8. **Excesso de Votos (EV):** variável binária que representa a posição de excesso de votos em relação ao limite mínimo ( $>50\%$ ) para que se possa assumir o controle da empresa. A variável assume valor igual a um (1) se o excesso de voto for positivo, e zero (0) se o excesso de voto for negativo.

$$EXC_{i,t} = CV_{i,t} - 50\%$$

Em que,  $EXC_{i,t}$  é excesso de votos do maior acionista controlador (MAC) da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $CV_{i,t}$  é a concentração de votos que representa o percentual de votos em poder do maior acionista controlador (MAC) da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $50\%$  é o limite mínimo de votos que define o controle.

9. **Governança (GOV):** compreende um conjunto de 3 (três) variáveis binárias que representam os segmentos especiais de listagem (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) que exigem a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa. As variáveis assumem valor igual a 1 (um) quando a empresa participa de algum segmento especial de listagem e 0 (zero) quando não está listada.

### 3.3.2 Variáveis de controle

Para isolar o seu efeito sobre a variável dependente, foram agregadas aos modelos variáveis de controle. Foram eleitas como variáveis de controle as seguintes variáveis presentes em estudos contidos na literatura internacional:

1. **Tamanho (TAM):** foi adotada como uma *proxy* do tamanho da empresa o logaritmo natural do valor de mercado da empresa:

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

Em que,  $TAM_{i,t}$  é o tamanho da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $\ln(VM_{i,t})$  é logaritmo natural do valor de mercado da empresa  $i$  no período  $t$ .

2. **Market-to-Book (MTB):** relação entre valor de mercado dos ativos divididos pelo valor contábil do patrimônio líquido.

$$MTB_{i,t} = \frac{VM_{i,t}}{VCont_{i,t}}$$

Em que,  $MTB_{i,t}$  é o Market-to-Book da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $VM_{i,t}$  é o valor de mercado da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $VCont_{i,t}$  é o valor contábil do patrimônio líquido da empresa  $i$  no período  $t$ .

3. **Endividamento (END):** relação entre capital de terceiros e passivo total, calculados a cada exercício a partir dos valores registrados no Balanço Patrimonial da empresa;

$$END_{i,t} = \frac{CT_{i,t}}{PT_{i,t}}$$

Em que,  $END_{i,t}$  é o endividamento da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $CT_{i,t}$  é o capital de terceiros da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $PT_{i,t}$  é o passivo total da empresa  $i$  no período  $t$ .

4. **Perdas (NEG):** variável binária que assume valor igual a 1 (um) quando o lucro é negativo (prejuízo) e assume valor 0 (zero) caso contrário.
5. **Ano (dy):** representado por um conjunto de variáveis binárias. As variáveis assumem valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos.
6. **Setor (ds):** os diferentes setores de atuação das empresas selecionadas na amostra de trabalho foram representados por um conjunto de variáveis binárias. As variáveis assumem valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores.

### 3.4 Base de dados

As informações necessárias foram coletadas no sistema de informação Economática® e no sistema de Divulgação Externa da Comissão de Valores Mobiliários (DIVEXT), disponível nos sites da Bolsa de Valores de São Paulo ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)) e da Comissão de Valores Mobiliários ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)). Para o cálculo das variáveis foram levantadas as seguintes informações sobre cada ação:

- **data de divulgação (Divulg):** foi considerada a data de divulgação das publicações financeiras, o dia em que as informações contábeis foram disponibilizadas aos acionistas e a outros interessados. As datas foram coletadas e confirmadas no sistema de informações Divulgação Externa (DIVEXT®);
- **dividendos (DIV):** foram coletados, de forma similar ao indicado por Loss e Sarlo Neto (2006), os dividendos divulgados (calculados e destinados à distribuição) pela Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR). De acordo com a legislação societária, os valores dos dividendos compreendem o saldo dos dividendos mais o saldo de Juros sobre Capital Próprio (JSCP);
- **lucro líquido (LL):** lucro líquido contábil de cada empresa em cada exercício;
- **nível de governança:** foram adotados como níveis de governança, os segmentos especiais de listagem da Bovespa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A lista das empresas e as respectivas datas de adesão aos segmentos foram coletadas no site da Bovespa ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)).

**Quadro 9 - Segmentos de listagem da Bovespa**

<b>Sigla</b>	<b>Segmento</b>
N1	Nível 1
N2	Nível 2
NM	Novo Mercado
Bov	Tradicional

- **preço das ações (P):** foi utilizado o preço diário de fechamento (ajustado por dividendos e proventos);
- **preço do índice Ibovespa (Ibov):** utilizado o preço diário de fechamento do índice Ibovespa;



- **presença na bolsa:** quantidade de dias, entre o total de dias em que houve pregão durante o ano, em que as ações foram negociadas;
- **setor de atuação (Setor):** foi utilizada, para cada empresa, a respectiva classificação setorial previamente existente e disponibilizada no banco de dados Economática®:

Tabela 13 - Lista de setores de atuação

#	Sigla	Setor	Freq.	Freq. (%)
1	AB	Alimentos e Bebidas	24	4,80
2	CM	Comércio	17	3,40
3	CT	Construção	2	0,40
4	EE	Energia Elétrica	83	16,60
5	MM	Minerais não Metálicos	3	0,60
6	M	Mineração	16	3,20
7	MI	Máquinas Industriais	4	0,80
8	O	Outros	56	11,20
9	PC	Papel e Celulose	31	6,20
10	PG	Petróleo e Gás	26	5,20
11	Q	Química	35	7,00
12	SM	Siderurgia & Metalurgia	68	13,60
13	SD	Software e Dados	1	0,20
14	TL	Telecomunicações	101	20,20
15	TX	Têxtil	9	1,80
16	TS	Transporte & Serviços	9	1,80
17	VP	Veículos e peças	15	3,00
<b>Total</b>			<b>500</b>	<b>100,00</b>

- **Participação dos acionistas controladores:** foi levantada a participação acionária indireta dos acionistas declarados como controladores pelo Sistema Divulgação Externa (DIVEXT®), disponibilizado pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM) e pelo banco de dados Infoinvest ([www.infoinvest.com.br](http://www.infoinvest.com.br)). Esse procedimento é similar ao utilizado por Silveira *et al.* (2004, p. 366), “Para a coleta de dados relativos à estrutura de propriedade, utilizou-se a classificação fornecida pelas próprias empresas à CVM para identificação dos acionistas controladores.” A partir deste procedimento, foi considerada a estrutura propriedade indireta<sup>38</sup>, amplamente utilizada na literatura nacional (Valadares e Leal, 2000; Leal *et al.*, 2002; Okimura *et al.*, 2007; Silveira *et al.*, 2004, 2007) e internacional (La Porta *et al.*, 1998, 2000; Claessens *et al.*, 2002; Fan e Wong, 2002, Francis *et al.*, 2005). Sendo a estrutura de propriedade indireta utilizada

<sup>38</sup> A estrutura indireta compreende a participação do acionista até a última instância. Se um acionista controla a companhia X que, por sua vez, é controladora da companhia Y, o acionista é controlador direto da companhia X e indireto da companhia Y. Exemplo: se um acionista detém diretamente 80% da empresa X, que possui 60% da empresa Y, este mesmo acionista possui indiretamente 48% (80% x 60%) da empresa Y.

como referência para a apuração dos percentuais de ações ordinárias e preferenciais em poder do maior acionista controlador (MAC), necessários para cálculo das variáveis concentração de votos (CV), índice de divergência entre direitos de voto e fluxo de caixa (IDD) e excesso de voto (EV).

- **Valor de mercado (VM):** corresponde ao preço das ações no mercado à vista multiplicado pelo número total de ações:

$$VM_{i,t} = P_{i,t} \cdot NUM_{i,t}$$

Sendo: (VM<sub>i,t</sub>) o valor de mercado da empresa i no período t; (P<sub>i,t</sub>) o preço das ações (ordinárias e preferenciais) da empresa i no período t; e (NUM<sub>i,t</sub>) o número de ações em circulação da empresa i no período t. Adotou-se como preços dos ativos os preços de fechamento das ações no último pregão do ano (30 de dezembro).

Os dados contábeis foram coletados sobre as demonstrações financeiras consolidadas e são respectivos ao mesmo exercício do lucro líquido. Caso uma determinada ação tenha apresentado ausência de alguma das informações solicitadas, a mesma foi excluída da base.

Ao final da coleta das informações foram adotadas medidas corretivas sobre os *outliers* observados. Para Bussab e Moretin (2005, p. 50) “Do ponto de vista estatístico, um *outlier* pode ser produto de um erro de observações ou de arredondamento.” Estas medidas adotadas foram:

- foram excluídas todas as ações que apresentassem lucro líquido ajustado (LLA) inferior a -1,5 ou superior a 1,5. Este procedimento é similar ao aplicado por Easton e Harris (1991) e Francis *et al.* (2005);
- foram winsorizadas<sup>39</sup> as variáveis de controle Tamanho (TAM), Market-To-Book (MTB) e Endividamento (END), no limite inferior de 2% e superior de 98%.

---

<sup>39</sup> A winsorização foi um procedimento inicialmente proposto pelo bioestatístico C.P. Winsor. Por este procedimento, os registros acima ou abaixo dos limites, inferiores ou superiores, são substituídos pelo maior e menor valor remanescente do limite estabelecido (SILVEIRA *et al.*, 2006, p. 14).

### 3.5 Modelos

De acordo com a característica da amostra de trabalho selecionada, serão utilizados modelos de regressão com uso de dados em painel. Para a verificação das hipóteses elaboradas, serão utilizadas as três abordagens para os modelos de regressão com dados em painel:

- I. POOLED – Dados em Painel com Efeito Combinado;
- II. EF – Dados em Painel com Efeitos Fixos; e
- III. EA – Dados em Painel com Efeitos Aleatórios.

Pela literatura existente, podem ser listadas as seguintes vantagens sobre a aplicação do modelo de regressão com dados em painel (PINDYCK; RUBINFELD, 2004; GUJARATI, 2006):

- maior número de informações para se trabalhar, aumentando os graus de liberdade e a eficiência dos parâmetros;
- reduzir problemas de multicolinearidade de variáveis explicativas;
- dinâmica intertemporal. É um mix entre *cross-section* com *time series*;
- ao combinar *time series* com dados em *cross-section*, os dados de painel proporcionam dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, mais grau de liberdade e mais eficiência;
- ao tornar disponíveis dados referentes a vários milhares de unidade, podemos minimizar o viés que decorreria da agregação de pessoas ou empresas em grandes conjuntos.

Inicialmente, para o teste das hipóteses elaboradas, adotou-se o seguinte modelo básico baseado em uma relação linear entre as variáveis:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1.IC_{it} + \beta_1.IC_{it}.EP_{it} + \sum_j^k \omega_j.IC_{it}.VC_{it}^j + e_{i,t} \quad (3.1)$$

Sendo:

- $R_{it}$  = medida de retorno da ação da empresa  $i$  no período  $t$ : RA (retorno anormal);
- $IC_{it}$  = variáveis independentes da informação contábil da empresa  $i$  no período  $t$ : LLA (lucro líquido ajustado) ou DIVA (dividendo ajustado);
- $EP_{it}$  = variáveis independentes da estrutura de propriedade da empresa  $i$  no período  $t$ : CV (concentração de votos), IDD (índice de divergência entre direitos de voto e de fluxo de caixa), EV (excesso de voto) ou GOV (governança);
- $VC_{it}$  = variáveis de controle  $j$ , de um total de  $k$  variáveis, para a empresa  $i$  no período  $t$ : TAM (tamanho), MTB (market-to-book), END (endividamento) ou NEG (*dummy* para prejuízos);
- $e_{i,t}$  = erro aleatório para a empresa  $i$  no período  $t$ .

O modelo apresentado acima parte do pressuposto de que a mensuração da informatividade é condicionada à influência da estrutura de propriedade. Esta informatividade condicionada é mensurada por intermédio da aplicação de uma variável multiplicativa sobre a informação contábil ( $IC_{it} \cdot EP_{it}$ ). Tanto Warfield *et al.* (1995), quanto Fan e Wong (2002), Francis *et al.* (2005) e Wang (2006) adotaram esta abordagem, em que a informatividade é estimada de forma condicionada, nas pesquisas realizadas no mercado do sudoeste asiático e americano.

Assim, pelo modelo (3.1), a interação ( $IC_{it} \cdot EP_{it}$ ) é o objeto de interesse deste estudo. O parâmetro  $\beta_1$  representa o grau da relação entre o retorno da ação ( $R_{it}$ ) e a informação contábil ( $IC_{it}$ ), ou seja, a informatividade, controlada pela variável estrutura da propriedade ( $EP_{it}$ ). Se o valor estimado para o parâmetro  $\beta_1$  for positivo, e estatisticamente significativo, será uma indicação de que as variáveis da estrutura de propriedade (concentração de votos e divergência entre direitos) proporcionam um aumento na informatividade. Caso contrário, se o valor estimado for negativo, e estatisticamente significativo, indicará a redução da informatividade.

Adicionalmente, foram inseridas ao modelo variáveis de controle com a intenção de isolar os efeitos delas sobre a relação entre a variável dependente ( $R_{it}$ ) e a variável independente ( $IC_{it}$ ). Como variáveis de controle foram selecionadas aquelas utilizadas nos estudos presentes na literatura internacional. As variáveis de controle inseridas no modelo foram selecionadas de acordo com as estimativas presentes no Apêndice 2, sendo selecionadas somente as variáveis que apresentaram significância estatística. As variáveis de controle inseridas no modelo são:

perdas (NEG) e *market-to-book* (MTB) para o lucro líquido ajustado, e tamanho (TAM) e endividamento (END) para o dividendo ajustado.

Também foram adicionadas, como variáveis de controle, variáveis *dummy* para cada ano da amostra (de 2000 a 2006) e para cada setor (conforme classificação presente na Tabela 13). A inserção de variáveis de controle para os anos e setores tem a intenção de eliminar qualquer evento macroeconômico que possa influenciar a relação entre o retorno das ações e as informações contábeis que compõem a amostra.

Desenhado como uma regressão linear, deve-se considerar que o modelo indicado (3.1) pode apresentar heterocedasticidade. A presença de heterocedasticidade pode invalidá-lo em relação aos pressupostos exigidos para uma regressão linear. Para este fim, foi aplicado o teste de heterocedasticidade de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg, e conforme resultados listados no Apêndice 3, a hipótese nula de variância constante dos resíduos não foi aceita em todos os modelos. Desta maneira, os valores estimados para os coeficientes foram ajustados pelo método de White<sup>40</sup>.

O modelo inicialmente apresentado (3.1) é estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e está configurado sob a abordagem POOLED. Mesmo sendo a estimação pelo MQO considerada adequada para esta abordagem, deve-se considerar a limitação desse método. A equação POOLED possui a deficiência de desconsiderar fatores não observáveis que podem influenciar a relação entre a informatividade e a estrutura de propriedade. A estimativa realizada pelo MQO produz tanto um intercepto, quanto uma inclinação única, comum a todas as observações durante todo o período de tempo. A regressão múltipla é uma ferramenta poderosa quando há a disposição de dados, se os dados não estão disponíveis e não podem ser incluídos na regressão, o MQO pode gerar estimadores com viés por omissão de variáveis (STOCK; WATSON, 2004, p.185).

Desta maneira, caso exista uma variável que não foi inserida no modelo e que exerça influência sobre a informatividade, a não observância desta variável pode provocar a incorreta identificação da relação entre a variável dependente, retorno da ação ( $R_{it}$ ), e as variáveis

---

<sup>40</sup> Para Gujarati (2000, p.390), “Mesmo que suspeitemos da heterocedasticidade ou que a detectemos, não é fácil corrigir o problema. Se a amostra for grande, podemos obter os erros-padrão com heterocedasticidade corrigida segundo White dos estimadores de MQO e realizar inferências estatísticas com base nesses erros-padrão.”

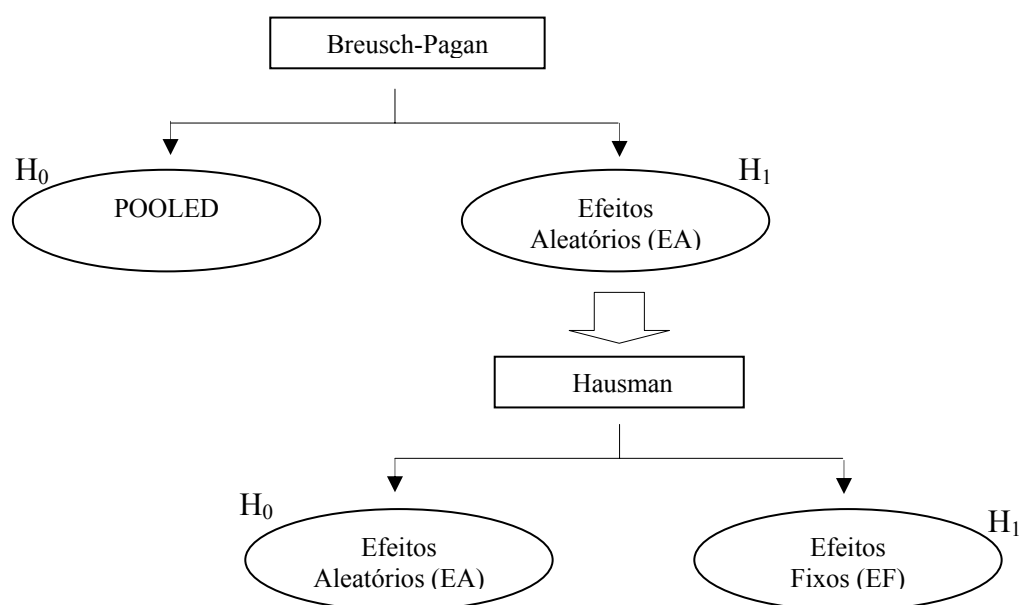
independentes, a informação contábil ( $IC_{it}$ ), e a informação contábil condicionada a estrutura de propriedade ( $IC_{it} \cdot EP_{it}$ ). Com a finalidade de superar esta deficiência, o modelo (3.1) inicialmente proposto pode ser alterado, assumindo a seguinte forma:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot IC_{it} + \beta_1 \cdot IC_{it} \cdot EP_{it} + \sum_j^k \omega_j \cdot IC_{it} \cdot VC_{it}^j + a_i + \xi_{i,t} \quad (3.2)$$

Com a alteração do modelo (3.1), houve a divisão do termo do erro  $e_{i,t}$  em dois outros termos,  $a_i$  e  $\xi_{i,t}$ . O termo  $a_i$  representa para a empresa  $i$  os efeitos específicos não observáveis. E o termo  $\xi_{i,t}$  representa o erro do modelo. Relacionados os modelos (3.1) e (3.2), houve uma decomposição do termo de erro, em que  $e_{i,t} = a_i + \xi_{i,t}$ .

A equação (3.2) pode ser estimada pelas outras duas abordagens: Efeitos Fixos (EF) e Efeitos Aleatórios (EA). O modelo de Efeitos Fixos é estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), e o modelo de Efeitos Aleatórios pelo método dos mínimos quadrados generalizados (MQG).

A aplicação das três abordagens (POOLED, EF e EA) permite estabelecer qual a melhor especificação para o modelo adotado. Para a seleção da abordagem que oferece a melhor especificação, são aplicados, conforme esquema na Figura 11, dois testes: o teste de Breusch-Pagan e o teste de Hausman.



**Figura 11 - Processo de escolha da especificação mais adequada**

Cada um dos testes indicados possui finalidades diferentes e são utilizados sobre diferentes pares de especificações. Inicialmente se aplica ao teste de Breusch-Pagan<sup>41</sup> entre os modelos POOLED e EA. Esse teste possui a finalidade de verificar se a variância dos efeitos não observáveis possui valor significativamente igual a zero. Assim, para este teste:

$H_0$ : a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero (pooled)

$H_1$ : a variância dos efeitos não observáveis é diferente de zero (efeitos aleatórios)

A aceitação de  $H_0$  indica que a abordagem mais adequada é a POOLED e, a sua rejeição, a abordagem pelos efeitos aleatórios (EA).

Caso haja a rejeição da hipótese nula pelo teste de Breusch-Pagan, haverá a necessidade da aplicação do teste de Hausman<sup>42</sup> para a escolha entre os efeitos fixos (EF) e aleatórios (EA). Este teste procura comprovar se a correlação entre os efeitos não observáveis e as variáveis não são correlacionados. Portanto, para este teste:

$H_0$ : 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 superioridade da abordagem Efeitos Aleatórios (EA) e, a sua rejeição, a abordagem pelos Efeitos Fixos (EF).

---

<sup>41</sup> Teste LM de Breusch-Pagan:

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

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

<sup>42</sup> Teste de Hausman:

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

onde,  $bi$  é o estimador da  $i$ -ésima variável por efeitos fixos,  $\beta i$  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.

### 3.5.1 Modelo concentração de votos (MCV)

Esse modelo foi estruturado com o propósito de mensurar o impacto da concentração dos votos sobre a informatividade dos lucros contábeis, atendendo a demanda gerada pela hipótese Ha. Desenvolvido a partir do modelo geral (3.1), este modelo consiste na seguinte equação:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} CV_{it} + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t} \quad (3.3)$$

Em que:  $LLA_{i,t}$  é o lucro líquido ajustado da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $CV_{i,t}$  é a concentração de votos obtida pela posição acionária do MAC na empresa  $i$  no período  $t$ . Considerando os modelos de Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, o modelo apresenta a seguinte especificação:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} CV_{it} + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + a_i + \xi_{i,t} \quad (3.4)$$

O foco deste modelo recai sobre o coeficiente  $\beta_1$  que representa a informatividade dos lucros contábeis condicionada à variável concentração dos votos ( $LLA.CV$ ). Caso o coeficiente estimado apresente significância estatística<sup>43</sup>, haverá a verificação de que a informatividade dos lucros contábeis é influenciada pela concentração dos votos.

### 3.5.2 Modelo divergência entre direitos (MDD)

Considerando a emissão de ações com direitos divergentes (ordinárias versus preferenciais), este modelo procura mensurar o impacto da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis. A partir do modelo geral, este modelo é dado por:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} IDD_{it} + \beta_2 LLA_{it} IDD_{it} EV_{it} + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t} \quad (3.5)$$

<sup>43</sup> Neste estudo, os níveis de significância estabelecidos foram de 1%, 5% e 10%.



Em que:  $LLA_{i,t}$  é o lucro líquido ajustado da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $IDD_{i,t}$  é o índice de divergência entre direitos calculados sobre a posição acionária do MAC na empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $EV_{i,t}$  é o excesso de votos do MAC para a empresa  $i$  no período  $t$ . Considerando os modelos de Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, o modelo apresenta a seguinte especificação:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} IDD_{it} + \beta_2 LLA_{it} IDD_{it} EV_{it} + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + a_i + \xi_{i,t} \quad (3.6)$$

O interesse deste modelo recai sobre os coeficientes  $\beta_1$  e  $\beta_2$  que mensuram a informatividade do lucro contábil sobre a influência da divergência entre direitos. O uso de dois coeficientes possibilita analisar o impacto da divergência entre direitos em duas situações, quando o maior acionista controlador (MAC) possui excesso de votos, ou quando ele não possui excesso, tendo ele que compartilhar o controle com outros acionistas. Sendo a variável  $EV_{i,t}$  uma variável *dummy* que representa o excesso de voto, o coeficiente  $\beta_2$  procura mensurar a influência da divergência entre direitos quando o maior acionista controlador passa a deter o controle absoluto da empresa por meio da maioria dos votos (> 50%).

### 3.5.3 Modelo combinado (MCB)

Este modelo é uma combinação dos dois modelos apresentados anteriormente, do modelo concentração de votos (MCV) com o modelo divergência entre direitos (MDD). Desta forma, este modelo procura verificar a influência conjunta da concentração dos votos e da divergência entre os direitos sobre a informatividade do lucro contábil. A partir das equações (3.3) e (3.5), este modelo é dado por:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} CV_{it} + \beta_2 LLA_{it} IDD_{it} + \beta_3 LLA_{it} CV_{it} IDD_{it} + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t} \quad (3.7)$$

Em que:  $LLA_{i,t}$  é o lucro líquido ajustado da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $CV_{i,t}$  é a concentração de votos do MAC da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $IDD_{i,t}$  é o índice de divergência

entre direitos calculado pela posição do MAC para a empresa  $i$  no período  $t$ . Considerando os modelos de Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, o modelo apresenta a seguinte especificação:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} CV_{it} + \beta_2 LLA_{it} IDD_{it} + \beta_3 LLA_{it} CV_{it} IDD_{it} + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + a_i + \xi_{i,t} \quad (3.8)$$

A aplicação desse modelo está direcionada à verificação da influência conjunta das duas características da estrutura de propriedade analisadas neste estudo, concentração de votos e divergência entre direitos, sobre a informatividade dos lucros contábeis. A variável interativa  $LLA_{it}.CV_{it}.IDD_{it}$  representa a influência conjunta tanto da concentração dos votos (CV) como da divergência entre direitos (IDD) sobre a informatividade dos lucros contábeis. Assim, O principal interesse desse modelo recai sobre o coeficiente  $\beta_3$  que possibilita mensurar a influência conjunta da concentração de votos e da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis.

### 3.5.4 Modelo governança (MGOV)

Este modelo procura verificar se a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa reduz os efeitos da concentração de votos (CV) e da divergência entre direitos (IDD) sobre a informatividade dos lucros contábeis. Para mensurar o impacto das práticas de governança, este modelo empregará variáveis binárias governança (GOV) para cada um dos níveis de governança listados na Bovespa.

Este modelo será estimado em duas versões, uma para observar o impacto das práticas diferenciadas de governança sobre a concentração de votos (CV) e outra sobre a divergência entre direitos (IDD). A partir do modelo concentração de votos (MCV), o modelo governança versão concentração de votos possui a seguinte fórmula:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} CV_{it} + \sum_{k=1}^3 \theta_k LLA_{it} CV_{it} GOV_{it}^k + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t} \quad (3.9)$$

Em que:  $LLA_{i,t}$  e  $CV_{i,t}$  são as mesmas variáveis contidas no modelo concentração de votos (MCV). As variáveis  $GOV_{i,t}$  são variáveis binárias que correspondem aos níveis de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Considerando os modelos de Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, o modelo apresenta a seguinte especificação:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} CV_{it} + \sum_{k=1}^3 \theta_k LLA_{it} CV_{it} GOV_{it}^k + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + a_i + \xi_{i,t} \quad (3.10)$$

O interesse deste modelo recai sobre os coeficientes  $\theta_1$ ,  $\theta_2$  e  $\theta_3$  que representam a informatividade dos lucros contábeis condicionada à concentração dos votos e controlada por cada um dos níveis de governança corporativa. Caso estes coeficientes estimados apresentem significância estatística, haverá a verificação de que a adoção de práticas diferenciadas de governança impacta sobre a influência da concentração de votos sobre a informatividade dos lucros contábeis.

A partir do modelo divergência entre direitos (MDD), o modelo governança versão divergência entre direitos possui a seguinte fórmula:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} IDD_{it} + \sum_{k=1}^2 \theta_k LLA_{it} IDD_{it} GOV_{it}^k + \beta_2 LLA_{it} IDD_{it} EV_{it} + \sum_{q=1}^2 \pi_k LLA_{it} IDD_{it} EV_{it} GOV_{it}^q + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t} \quad (3.11)$$

Em que:  $LLA_{i,t}$ ,  $IDD_{i,t}$ ,  $EV_{i,t}$  são as mesmas variáveis contidas no modelo divergência (MDD), e as variáveis  $GOV_{i,t}$  são variáveis binárias que correspondem aos níveis de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Considerando os modelos de Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, o modelo apresenta a seguinte especificação:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} IDD_{it} + \sum_{k=1}^2 \theta_k LLA_{it} IDD_{it} GOV_{it}^k + \beta_2 LLA_{it} IDD_{it} EV_{it} + \sum_{q=1}^2 \pi_k LLA_{it} IDD_{it} EV_{it} GOV_{it}^q + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + a_i + \xi_{i,t} \quad (3.12)$$

Semelhante à versão concentração de votos, o modelo governança versão divergência entre direitos (IDD) possui interesse nos coeficientes  $\theta_1$  e  $\theta_2$ , e nos coeficientes  $\pi_1$  e  $\pi_2$  que representam a influência da divergência entre direitos (IDD), quando há excesso de votos (EV) ou não, sobre a informatividade dos lucros contábeis condicionada a cada um dos níveis de governança (GOV). Para essa versão, serão aplicadas somente 2 (duas) variáveis binárias de governança, Nível 1 e Nível 2, pois a variável binária correspondente ao Novo Mercado é desnecessária, como as empresas listadas neste segmento devem emitir somente ações ordinárias, não existe divergência entre direitos nestas empresas. Se os coeficientes estimados das variáveis binárias governança (GOV) apresentarem significância estatística, haverá a verificação de que a informatividade dos lucros contábeis é influenciada de forma diferente em cada um dos níveis de governança.

### 3.5.5 Modelo lucros e dividendos (MLD)

O modelo lucros e dividendos foi elaborado para mensurar, de acordo com a hipótese Hd, a diferença entre a informatividade dos lucros contábeis e dos dividendos sobre a influência da divergência entre os direitos de voto e de fluxo de caixa. Este modelo consiste na seguinte equação:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} IDD_{it} + \beta_2 LLA_{it} CV_{it} IDD_{it} + \alpha_2 DIVA_{it} + \theta_1 DIVA_{it} IDD_{it} + \theta_2 DIVA_{it} CV_{it} IDD_{it} + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{k=1}^2 \gamma_k DIVA_{it} VC_{it}^k + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t} \quad (3.13)$$

Em que:  $LLA_{i,t}$  é o lucro líquido ajustado da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $DIVA_{i,t}$  é o dividendo ajustado da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $CV_{i,t}$  é a concentração de votos do MAC da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $IDD_{i,t}$  é o índice de divergência entre direitos calculado pela posição do MAC para a empresa  $i$  no período  $t$ .

Para este modelo, a atenção está direcionada para os coeficientes  $\beta_1$  e  $\beta_2$ , e  $\theta_1$  e  $\theta_2$ . Porém, deve-se destacar que, para a hipótese Hd, a relevância não se encontra apenas na magnitude e no sinal dos coeficientes estimados para os lucros contábeis e dividendos, mas na diferença entre estes coeficientes. Se a diferença entre esses coeficientes for estatisticamente significativa, haverá comprovação de que a informatividade dos lucros e dos dividendos são diferentes devido à influência da divergência entre direitos de voto e fluxo de caixa.

Para constatar a diferença entre os coeficientes dos lucros contábeis e dos dividendos será aplicado o teste de Wald. Pelos procedimentos indicados por Soares e Castelar (p. 107, 2003), o teste de Wald pode ser aplicado para verificar restrições relacionadas aos parâmetros estimados. Uma das restrições passíveis de verificação pelo teste de Wald é o de igualdade entre parâmetros estimados (exemplo:  $\beta_1 = \beta_2$ ).

Como o teste de Wald gera os mesmos resultados a partir dos parâmetros estimados pelas 3 (três) abordagens (Pooled, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios), este modelo, lucros e dividendos (MLD), será estimado apenas pela abordagem Pooled, desconsiderando as abordagens de efeitos fixos (EF) e efeitos aleatórios (EA).

### **3.6 Relação entre hipóteses, modelos e subamostras**

Devido às características da estrutura de propriedade das empresas brasileiras, torna-se necessário, para a adequada verificação da relação entre a informatividade dos lucros contábeis e a estrutura de propriedade, a segregação da amostra de trabalho (AT) em várias subamostras. Desta maneira, haverá a destinação de subamostras que atendam as especificações de cada modelo indicado pela metodologia.

Considerando-se as combinações possíveis de composição acionária das empresas brasileiras, a correta aplicação da metodologia adotada dependerá da segregação de amostras específicas para atender cada um dos modelos. Assim, haverá uma amostra adequada para cada modelo, segregada de acordo com o seu propósito. Sendo que cada modelo está direcionado para cada uma das hipóteses lançadas, apresentam-se, no quadro 10, a seguir, as relações entre as hipóteses, os modelos e as respectivas subamostras necessárias para a sua verificação.

**Quadro 10 - Relação entre hipóteses, modelos e subamostras**

#	Hipóteses	Modelo	Subamostra
Ha	A concentração de votos reduz a informatividade dos lucros	Concentração de Votos (MCV)	Amostra de Trabalho
			Estrutura Simples
			Estrutura Múltipla
		Combinado (MCB)	Amostra de Trabalho
Hb	A divergência entre direitos reduz a informatividade dos lucros	Divergência entre Direitos (MDD)	Estrutura Múltipla
		Combinado (MCB)	Amostra de Trabalho
Hc	A redução da informatividade pela concentração de votos é menor em empresas que adotam práticas diferenciadas de governança	Governança (MGOV)	Amostra de Trabalho
	A redução da informatividade pela divergência entre direitos é menor em empresas que adotam práticas diferenciadas de governança		Estrutura Múltipla
Hd	A divergência entre direitos reduz a informatividade dos lucros e aumenta a informatividade dos dividendos	Lucros e Dividendos (MLD)	Dividendos + JSCP
			Dividendos

Observa-se, pelo quadro anterior, que um modelo pode ser aplicado a uma ou mais subamostras, como é o caso do modelo concentração de votos (MCV) e do modelo lucros e dividendos (MLD).

### 3.7 Resultados esperados

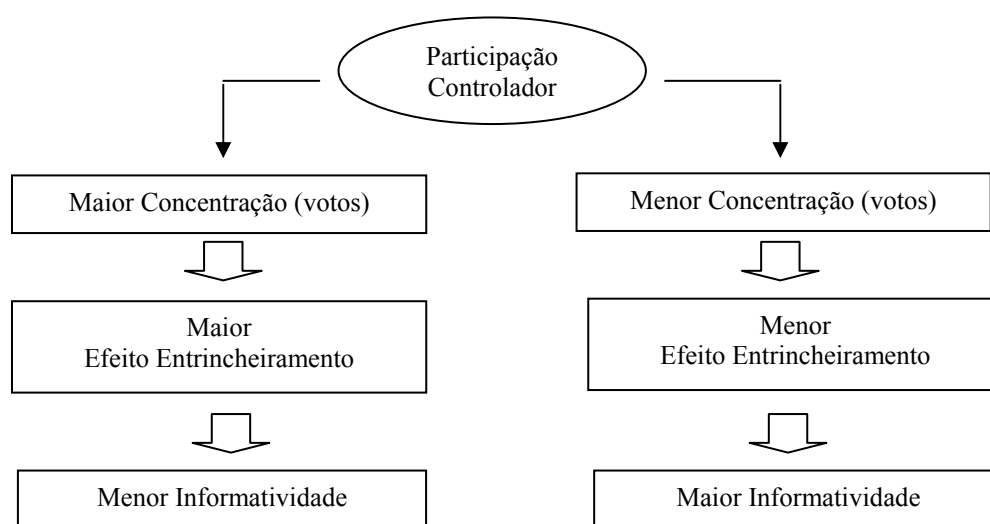
Considerados o arcabouço teórico desenvolvido, o conjunto de evidências levantadas pela literatura nacional e internacional, e a realidade do mercado brasileiro, torna-se possível esperar a ocorrência de determinados resultados para os testes empíricos a serem realizados por esta pesquisa.

### 3.7.1 Resultados esperados para o modelo concentração de votos (MCV)

Pelo estudo desenvolvido no mercado asiático por Fan e Wong (2002) foram levantadas evidências que indicaram uma associação negativa entre a concentração dos votos e a informatividade dos lucros contábeis. Essas evidências foram fundamentadas pela ocorrência do efeito entrincheiramento, confirmando a tese de que a concentração dos votos imprime uma menor credibilidade aos lucros contábeis divulgados para o mercado.

Levando-se essa questão para a realidade brasileira, em que existe uma alta concentração de votos na estrutura de propriedade das empresas abertas, torna-se razoável supor que as informações divulgadas pela contabilidade dessas empresas, que possuem um acionista majoritário que concentra, dentro de sua participação acionária, a maioria dos votos, sejam reconhecidas como as de menor credibilidade entre os investidores, fazendo com que os lucros contábeis divulgados apresentem menor informatividade.

A premissa básica deste raciocínio é o impacto negativo da concentração dos votos sobre a informatividade dos lucros contábeis. Considerando-se o efeito entrincheiramento, que leva à redução da credibilidade das informações contábeis, quanto maior a concentração dos votos, menor a informatividade. Essa associação entre informatividade e concentração dos votos no mercado brasileiro pode ser descrita pela figura 12, a seguir.



**Figura 12 - Relação entre informatividade e concentração dos votos**

Seguindo esse raciocínio, a apuração de sinal negativo, com significância estatística, no coeficiente  $\beta_1$  da variável lucro líquido ajustado condicionada à concentração dos votos

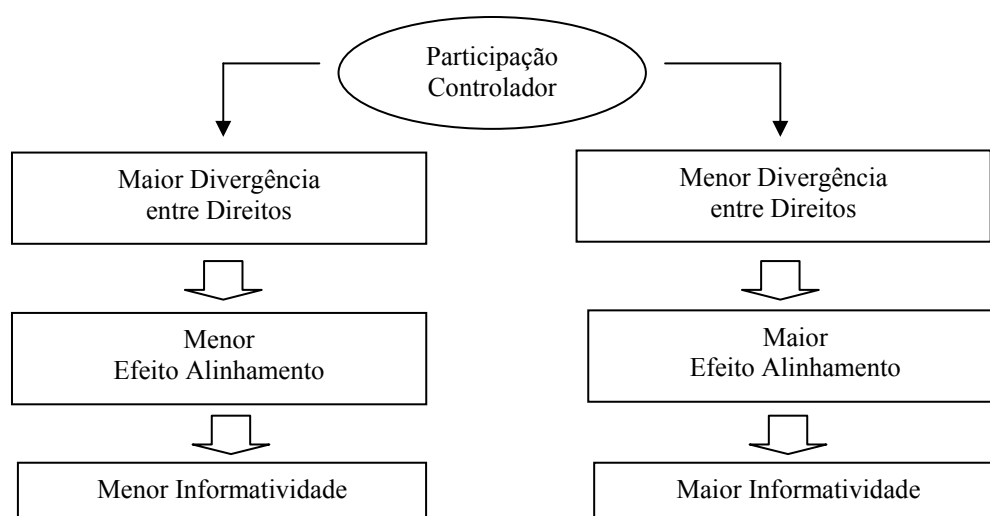
(LLA.CV) levará à confirmação da hipótese de que informatividade dos lucros contábeis divulgados é influenciada negativamente pela concentração dos votos.

### 3.7.2 Resultados esperados para o modelo divergência entre direitos (MDD)

O estudo realizado por Fan e Wong (2002) também encontrou evidências sobre a influência da divergência entre os direitos de voto e de fluxo de caixa sobre a informatividade dos lucros contábeis. Com base no efeito alinhamento, esses autores verificaram que, no mercado asiático, quanto menor a distância entre os direitos de voto e os direitos de fluxo de caixa dos acionistas controladores, maior a informatividade dos lucros contábeis.

O nível de divergência entre os direitos de voto e fluxo de caixa está associado ao efeito alinhamento. Conforme o efeito alinhamento, o aumento da participação nos direitos de fluxo de caixa em relação à posição de direito de votos leva ao comprometimento do controlador. Esse comprometimento provoca o efeito alinhamento dos interesses do controlador com os dos minoritários.

Considerando-se o mercado brasileiro, em que divergência de direitos entre as classes de ações (ordinárias versus preferenciais) é uma de suas principais características, pode-se supor que exista uma relação entre a informatividade da contabilidade e a divergência entre direitos na participação acionária do acionista controlador. Assim, pelas características das empresas brasileiras, espera-se uma relação inversa entre a divergência entre direitos e a informatividade dos lucros contábeis. Essa relação é esquematizada pela figura 13, abaixo:



**Figura 13 - Relação entre informatividade e divergência entre direitos**



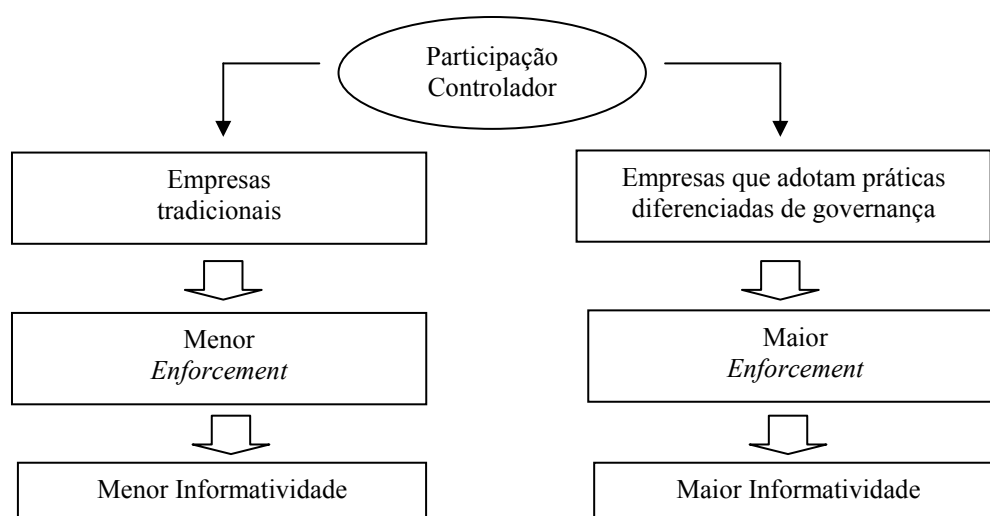
Levando-se em consideração os argumentos do efeito alinhamento, espera-se que, quanto maior a divergência, ou seja, quanto menor a quantidade de direito de fluxo de caixa sobre a quantidade de direito de votos, menor seja o efeito alinhamento, e, portanto, que menor seja a credibilidade das informações contábeis.

Considerada a hipótese H<sub>b</sub>, espera-se que o coeficiente da variável índice de divergência entre direitos (IDD) seja negativo e significativo. Em relação à variável (IDD.EV), que representa o impacto divergência entre direitos quando o controlador possui uma quantidade de votos além da necessária (>50%) para manter o controle, espera-se, também, que esse coeficiente apresente o mesmo valor, negativo e significativo.

### 3.7.3 Resultados esperados para o modelo governança (MGOV)

Dada a realidade do mercado acionário brasileiro, no qual existem segmentos especiais de listagem (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) para empresas que adotaram práticas diferenciadas de governança corporativa, o modelo governança (MGOV) será estimado para verificar a influência destas práticas sobre a informatividade dos lucros contábeis.

Conforme item ‘o efeito das práticas diferenciadas de governança corporativa’ (2.3.5.3), a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa proporciona um maior *enforcement* das empresas, levando a redução da influência da concentração de votos e da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis.



**Figura 14 - Relação entre informatividade e adoção de práticas de governança corporativa**

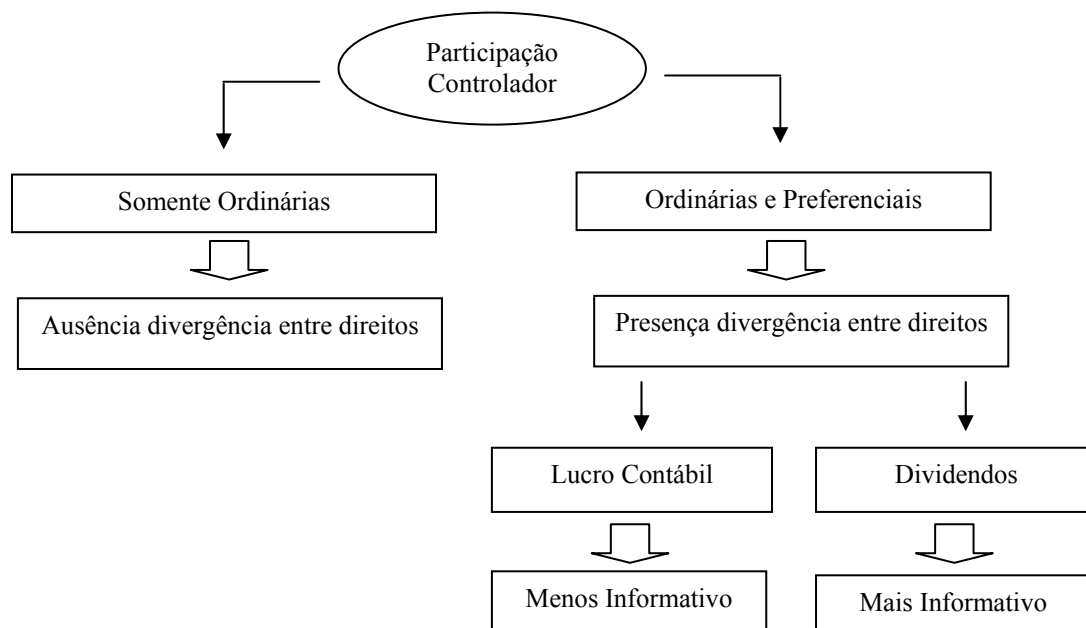
A influência da adoção de práticas diferenciadas de governança sobre a informatividade dos lucros contábeis é representada pela figura 14. Conforme representado, a adoção de práticas diferenciadas eleva o nível de *enforcement* adotado pelas empresas, provocando a minimização dos efeitos da concentração de votos e divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis. Desta maneira, espera-se que as variáveis concentração de votos (CV) e divergência entre direitos (IDD) estimadas para empresas que adotam práticas diferenciadas apresentem valores inferiores aos revelados pelas empresas tradicionais.

### **3.7.4 Resultado esperado para o modelo lucros e dividendos (MLD)**

A pesquisa realizada por Francis *et al.* (2005) investigou a importância da divergência entre os direitos (voto versus fluxo de caixa) dos acionistas controladores como um fator determinante para explicar a diferença entre a informatividade dos lucros contábeis e dos dividendos no mercado americano. As evidências encontradas nesse estudo indicam que a divergência entre os direitos das ações pode impactar de forma diferente a informatividade dos lucros e dos dividendos. Os resultados encontrados por Francis *et al.* (2005) sugerem que, no mercado americano, a informatividade dos lucros contábeis é maior quando não há divergência, e que, na presença da divergência, não há diferença entre a informatividade dos lucros contábeis e dos dividendos.

Devido à legislação societária vigente, no mercado brasileiro, a ocorrência da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) está condicionada à estrutura das classes das ações que compõem o capital da empresa. Se a empresa emite várias classes de ações, com diferentes direitos, a aquisição de ações sem direito a voto será uma opção que o acionista controlador poderá exercer para ampliar a sua participação no total de direitos de fluxo de caixa da empresa.

O aumento da participação nos direitos de fluxo de caixa em relação aos direitos de votos leva ao comprometimento do controlador, proporcionando um alinhamento entre interesses do controlador e dos minoritários. No sentido oposto, o aumento da divergência entre os direitos (voto versus fluxo de caixa) provocaria a redução da informatividade dos lucros contábeis.



**Figura 15 - Relevância dos lucros contábeis e dividendos e tipos de estrutura**

A relação entre divergência entre direitos e informatividade dos dividendos é descrita na figura 15. De forma oposta ao esperado para o lucro contábil, o aumento da divergência tende a proporcionar o aumento da relevância dos dividendos. Como os lucros possuem baixa informatividade, os dividendos surgem como uma fonte alternativa de informação para os minoritários. Neste caso, os dividendos devem ser mais informativos do que os lucros contábeis, quanto maior for a divergência entre direitos.

Com base nas evidências encontradas em estudo similar (FRANCIS *et al.*, 2005), espera-se que os coeficientes do lucro contábil ajustado (LLA) e dos dividendos ajustados (DIVA) sejam estatisticamente iguais. Porém, espera-se que a influência da divergência entre direitos sobre o lucro contábil (LLA.IDD) seja negativa e significativa e, no sentido inverso, espera-se que a variável (DIVA.IDD) seja positiva e significativa.

### 3.8 Resumo dos resultados esperados

Conforme as hipóteses levantadas e a relação de cada uma com cada um dos modelos adotados pela metodologia, esperam-se os seguintes resultados:

**Quadro 11 - Resumo resultados esperados por hipótese e por modelo**

Hipóteses	Modelo	Amostra	Resultados Esperados	
			Variável	Coefficiente
Ha	Concentração de Votos	Amostra de Trabalho	LLA.CV	(-)
		Estrutura Simples	LLA.CV	(-)
		Estrutura Múltipla	LLA.CV	(-)
	Combinado	Amostra de Trabalho	LLA.CV	(-)
Hb	Divergência entre Direitos	Estrutura Múltipla	LLA.IDD	(-)
			LLA.IDD.EV	(-)
	Combinado	Amostra de Trabalho	LLA.IDD	(-)
Ha e Hb	Combinado	Amostra de Trabalho	LLA.CV.IDD	(-)
Hc	Governança (Concentração de Votos)	Amostra de Trabalho	LLA.CV.N1	(+)
			LLA.CV.N2	(+)
			LLA.CV.NM	(+)
	Governança (Divergência entre Direitos)	Estrutura Múltipla	LLA.IDD.N1	(+)
			LLA.IDD.N2	(+)
			LLA.IDD.EV.N1	(+)
			LLA.IDD.EV.N2	(+)
	Hd	Lucros e Dividendos	Dividendos e Dividendos+JSCP	LLA.IDD
DIVA.IDD				(+)
LLA = DIVA				(≠)

Nota: para (-) espera-se um coeficiente com sinal negativo e significativo; para (+) espera-se um coeficiente com sinal positivo e significativo; e para (≠) espera-se que as variáveis sejam estatisticamente diferentes.

Pelos resultados listados no Quadro 11, espera-se que as variáveis concentração dos votos (LLA.CV) e divergência entre direitos de voto versus fluxo de caixa (LLA.IDD) apresentem valores negativos em todos os modelos.

Em relação às variáveis vinculadas aos níveis de governança (N1, N2 e NM), presentes no modelo governança, espera-se que estas variáveis apresentem sinal positivo, proporcionando uma redução nos valores negativos esperados para as variáveis concentração de votos (CV) e divergência entre direitos (IDD).

Em relação ao modelo lucros e dividendos (MLD), esperam-se, para a variável lucro líquido ajustado à divergência entre direitos (LLA.IDD), valor negativo, e para o dividendo ajustado

condicionado à divergência entre direitos (DIVA.IDD), valor positivo. Porém, o foco da análise de pesquisa não se encontra apenas no sinal estimado, mas também na diferença de informatividade entre estas variáveis. Desta forma, espera-se que as informatividades dos lucros e dividendos sejam diferentes sobre a influência da divergência entre direitos.

## 4 RESULTADOS ENCONTRADOS

### 4.1 Estatística descritiva e correlação entre variáveis

A partir do conjunto de dados extraídos das respectivas fontes, de acordo com os procedimentos indicados pela metodologia, seguem abaixo as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas pelos modelos:

**Tabela 14 - Estatística descritiva das variáveis**

	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<b>RA</b>	0,1004	0,5143	-1,16	2,76
<b>LLA</b>	0,0540	0,1414	-1,06	0,62
<b>DIVA</b>	0,0354	0,0453	0,00	0,38
<b>TAM</b>	15,0546	1,5162	11,42	18,43
<b>MTB</b>	1,9002	1,817	0,12	8,90
<b>END</b>	0,5209	0,2622	0,15	0,96
<b>CV</b>	0,4994	0,2741	0,06	1,00
<b>IDD</b>	0,4493	0,2504	0,00	0,90

Para calcular o grau de associação entre as variáveis foram calculados os coeficientes de correlação de Pearson. Os valores das correlações servem como uma referência preliminar das relações existentes entre as variáveis adotadas na pesquisa.

**Tabela 15 - Correlação entre as variáveis**

	RA	LLA	DIVA	TAM	MTB	END	CV	IDD
<b>LLA</b>	0,237*	1,00						
<b>DIVA</b>	0,335*	0,449*	1,00					
<b>TAM</b>	-0,081***	0,005	0,028	1,00				
<b>MTB</b>	0,100**	0,011	0,057	0,221*	1,00			
<b>END</b>	0,044	-0,071	-0,005	0,128*	0,250*	1,00		
<b>CV</b>	0,020	0,062	0,065	-0,167*	-0,057	-0,258*	1,00	
<b>IDD</b>	-0,032	0,050	-0,197*	-0,069*	-0,314*	0,058	-0,085**	1,00

Notas: (i) Coeficiente de Correlação de Pearson. (ii) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%).

Na Tabela 15 se encontram listadas as correlações entre as variáveis empregadas nos modelos testados. Pelos valores apresentados, observa-se que as variáveis lucro ajustado (LLA) e

dividendo ajustado (DIVA) apuraram correlações positivas, e significantes, com a variável retorno anormal (RA). Entretanto, as variáveis de estrutura de propriedade, tanto concentração de votos (CV) e índice de divergência entre direitos (IDD), apresentaram baixas correlações e não significantes, com a variável retorno anormal (RA).

**Tabela 16 - Correlação entre as combinações de variáveis utilizadas nos modelos**

	RA	LLA	L.CV	L.IDD	L.TAM	L.MTB	L.END
LLA	0,237*	1,00					
L.CV	-0,076***	0,338*	1,00				
L.IDD	0,202*	0,864*	0,301*	1,00			
L.TAM	0,257*	0,994*	0,308*	0,846*	1,00		
L.MTB	0,308*	0,579*	0,110**	0,428*	0,610*	1,00	
L.END	0,239*	0,795*	0,104**	0,698*	0,808*	0,641*	1,00

Notas: (i) Coeficiente de Correlação de Pearson. (ii) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%).

Considerando-se a especificação do modelo proposto pela metodologia, seguem, na Tabela 16, a correlação entre o retorno anormal e o lucro contábil condicionado às variáveis da estrutura de propriedade (CV e IDD) e às variáveis de controle. Pelos valores listados, observa-se que a correlação entre as variáveis observadas é significativa para todos os pares.

Entre os valores estimados deve-se destacar a correlação do retorno anormal (RA) com as variáveis (LLA.CV) e (LLA.IDD), indicando que o lucro (LLA) está negativamente correlacionado ao retorno anormal (RA) quando condicionado à concentração acionária (CV), e positivamente correlacionado quando condicionado à divergência entre direitos de voto e fluxo de caixa (IDD). Ainda se deve destacar a significativa correlação entre o retorno anormal (RA) e o lucro, quando o lucro é condicionado ao tamanho (LLA.TAM), ao market-to-book (LLA.MTB) e ao endividamento (LLA.END).

## 4.2 A estrutura de propriedade das empresas

Neste item será realizada a análise da estrutura de propriedade das observações (ações por ano) que compõem a amostra de trabalho (AT) desta pesquisa. De acordo com o escopo da pesquisa, foram extraídas informações sobre as seguintes características: (i) concentração dos votos do maior acionista controlador (MAC), (ii) divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) do maior acionista controlador (MAC), e (iii) nível de governança corporativa adotado pelas empresas.

### 4.2.1 Concentração de votos

A variável concentração de votos (CV) representa a relação entre a quantidade de direitos de votos em poder do maior acionista controlador (MAC) e o total de direitos de votos da empresa.

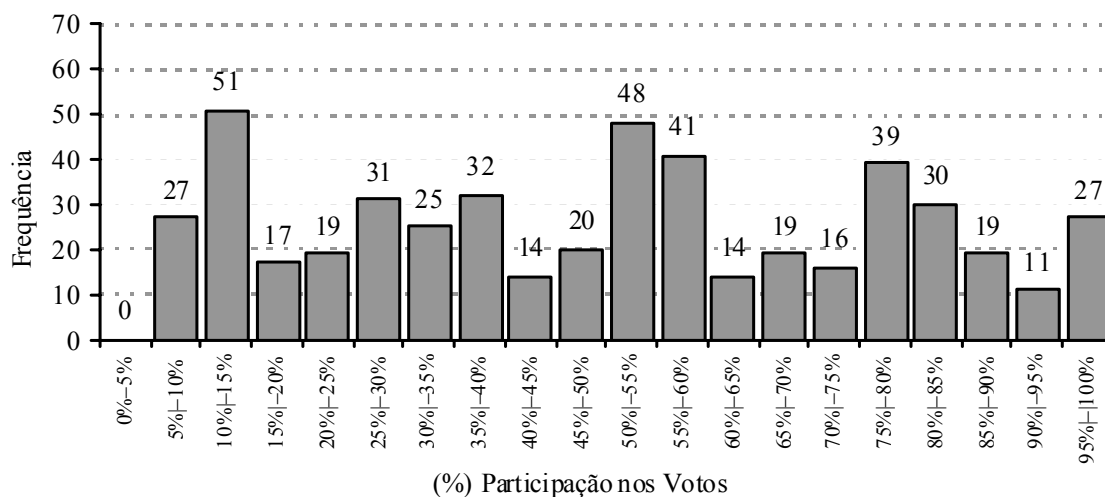
Pelos dados listados na Tabela 17 podemos observar que, na média, a concentração de votos dos maiores acionistas controladores nas ações analisadas é de 0,4994 (49,94%), ligeiramente inferior à metade (50%) dos votos. Contudo, a evolução ao longo dos anos mostra um crescimento de 9,71% nas médias anuais pelo período analisado, passando de 0,4677 (46,77%) em 2000 para 0,5131 (51,31%) em 2006.

**Tabela 17 - Evolução da Concentração de Votos de 2000 a 2006**

	Maior Acionista Controlador (MAC)	
	Concentração de Votos (CV)	
Anos	Média	Desvio
2000	0,4677	0,2519
2001	0,4694	0,2543
2002	0,4840	0,2674
2003	0,5050	0,2852
2004	0,5092	0,2794
2005	0,5255	0,2926
2006	0,5131	0,2785
<b>Amostra de Trabalho</b>	<b>0,4994</b>	<b>0,2741</b>



Analisando a distribuição (Apêndice 4) da variável concentração de votos (CV), replicada pelo Gráfico 2, observa-se que a maioria, 52,8% (264) dos maiores acionistas controladores (MAC), apresenta excesso de votos, ou seja, possui mais do que 50% dos votos. De forma complementar, 47,2% (236) dos maiores acionistas controladores não possuem a maioria dos votos.



**Gráfico 2 - Distribuição da participação do MAC no total de direitos de votos**

Os números tabulados pelo histograma (Apêndice 4) indicam os seguintes pontos interessantes sobre a variável concentração de votos: (i) apesar da média observada (49,94%), a distribuição da variável CV não apresenta um comportamento em que a frequência se concentra ao redor da média, esta afirmação é confirmada pela curtose (-1,122) que representa frequências relevantes nas extremidades (caldas) da distribuição; (ii) a mediana (50,96%) indica que 50% dos maiores acionistas controladores possuem mais do que o mínimo necessário (>50%) para exercer o controle de forma individual.

**Tabela 18 - Comportamento da concentração de votos em cada subamostra**

	Concentração de Votos (CV)		
	ES	EM	AT
Média	0,4452	0,5067	0,4994
Desvio	0,2442	0,2773	0,2741
Mínimo	0,06	0,06	0,06
Máximo	0,85	1,00	1,00
n	59	441	500

Amostras: ES (estrutura simples), EM (estrutura múltipla), AT (amostra de trabalho) e n (número de ações).

Considerando as diferentes composições acionárias existentes no mercado brasileiro, a Tabela 18 indica que, na média, a concentração de votos é menor nas empresas que possuem estrutura acionária simples (amostra ES) com capital formado apenas por ações ordinárias.

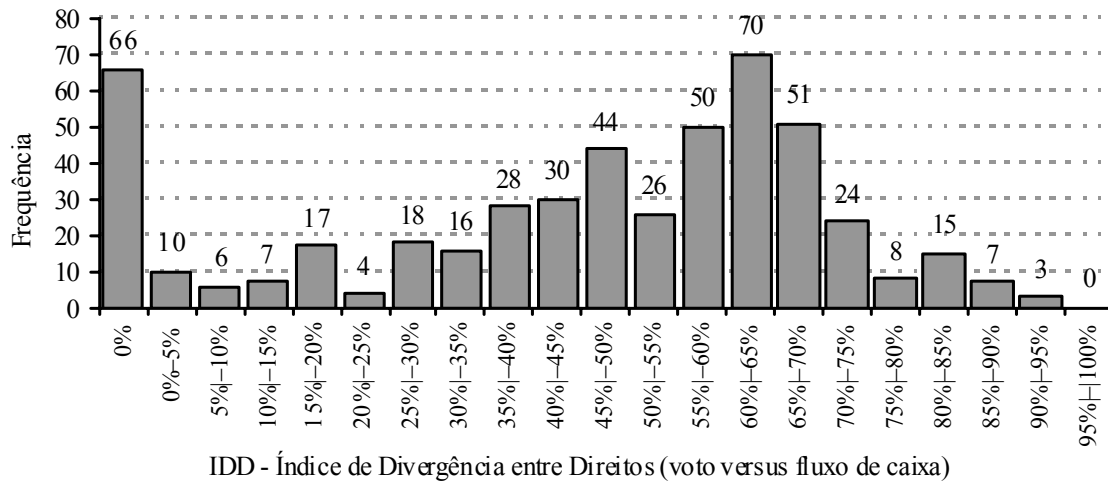
#### 4.2.2 Divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa)

A divergência entre direitos de voto e fluxo de caixa foi mensurada pela índice de divergência entre direitos (IDD), que representa a relação entre a quantidade de direitos de fluxo de caixa sobre a quantidade de direitos de votos presentes na posição acionária do maior acionista controlador (MAC). A Tabela 19 mostra a evolução do índice de divergência entre direitos durante o período analisado. Observa-se que pelas médias anuais, a divergência entre direitos diminuiu, passando de 0,5013 (50,13%) em 2000, para 0,3853 (38,53%) em 2006. Um decréscimo de 30,11%.

**Tabela 19 - Evolução do índice de divergência entre direitos de 2000 a 2007**

Anos	Maior Acionista Controlador (MAC)	
	Divergência entre Direitos (IDD)	
	Média	Desvio
2000	0,5013	0,2210
2001	0,4996	0,2287
2002	0,4777	0,2369
2003	0,4561	0,2243
2004	0,4349	0,2508
2005	0,4332	0,2621
2006	0,3853	0,2872
<b>Amostra de Trabalho</b>	<b>0,4493</b>	<b>0,2504</b>

O Gráfico 3, a seguir, apresenta a distribuição do índice de divergência entre direitos (IDD) presente na participação acionária dos maiores acionistas controladores (MAC) das observações que compõem a amostra de trabalho (AT).



**Gráfico 3 - Histograma do índice de divergência entre direitos de fluxo de caixa e direitos de voto**

Os dados apresentados no Gráfico 3 demonstram que: (i) 13,20% (66) dos maiores acionistas controladores não possuem divergência entre direitos, ou seja, apresentam um IDD igual a zero ( $IDD=0$ ), sendo que deste número, (59) correspondem a acionistas controladores de empresas com estrutura simples (somente ordinárias), e o restante, (7) são referentes a acionistas controladores de empresas com estrutura múltipla (ordinárias e preferenciais); e (ii) 86,80% (424), a grande maioria dos acionistas controladores registram algum grau de divergência ( $IDD>0$ ) em suas participações acionárias, indicando que possuem ações preferenciais (sem direito a votos).

**Tabela 20 - Comportamento do índice de divergência entre direitos por amostra**

	Divergência entre Direitos (IDD)	
	AT	EM
Média	0,4493	0,5064
Desvio	0,2504	0,2057
Mínimo	0,00	0,00
Máximo	0,90	0,90
n° Obs.	500	441

Amostras: AT(amostra de trabalho) e EM(estrutura múltipla)

### 4.2.3 Níveis diferenciados de práticas de governança corporativa

Em relação à amostra de trabalho (AT), segue na Tabela 21 a distribuição da quantidade de observações segregadas pelos níveis de governança corporativa existentes no mercado acionário brasileiro.

**Tabela 21 - Distribuição das observações por nível de governança corporativa**

	Frequência		Maior Acionista Controlador (MAC)			
			CV		IDD	
	N	%	Média	Desvio	Média	Desvio
Nível 1 (N1)	92	18,40%	0,4783	0,2469	0,5782	0,1520
Nível (N2)	24	4,80%	0,6787	0,2324	0,6004	0,1826
Novo Mercado (NM)	25	5,00%	0,3800	0,2291	0,0000	0,0000
Tradicional (Bov)	359	71,80%	0,5011	0,2810	0,4374	0,2437
<b>Amostra de Trabalho</b>	<b>500</b>	<b>100%</b>	<b>0,4994</b>	<b>0,2741</b>	<b>0,4493</b>	<b>0,2504</b>

Observa-se pela Tabela 21 que a maioria, 71,80% (359) das observações da amostra de trabalho é formada por empresas que não adotam qualquer um dos níveis diferenciados de governança corporativa. O restante das observações, 28,20% (141), é formado por ações de empresas que aderiram a algum segmento que exige a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa. Dentro deste grupo, a maioria pertence ao Nível 1, com participação de 18,40% (92), contra a participação de 4,80% (24) do Nível 2 e 5,00% (25) do Novo Mercado.

Os dados listados na tabela 21 refletem características importantes do conjunto de ações da amostra de trabalho (AT) que aderiram a algum nível de governança: (i) sobre a concentração de votos, observa-se que as empresas que aderiram ao Novo Mercado apresentam a menor média de concentração de votos (0,38), em relação aos outros dois segmentos, o Nível 1 apresentou média (0,47) próxima ao mercado tradicional (0,50) e o Nível 2 apresentou média (0,67) superior ao mercado tradicional (0,50); e (ii) sobre a divergência de direitos, observa-se que as empresas que aderiram ao Nível 1 (N1) e ao Nível 2 (N2) apresentam, na média, índice de divergência entre direitos (IDD) superiores aos registrados pelas empresas tradicionais (Bov).

### 4.3 Influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis

#### 4.3.1 Modelo concentração de votos<sup>44</sup>

Esse modelo possui a finalidade específica de mensurar o impacto da concentração de votos sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas brasileiras. Considerando-se as diferentes composições acionárias existentes nas empresas brasileiras (ver item 2.2.3), este modelo foi aplicado sobre 3 (três) amostras diferentes: amostra de trabalho (AT), estrutura simples (ES) e estrutura múltipla (EM).

##### 4.3.1.1 Sobre a amostra de trabalho

Quanto à especificação, conforme Tabela 22, a abordagem mais indicada para o modelo concentração de votos aplicado sobre a amostra de trabalho (AT) é a Pooled. O teste de Breusch-Pagan não rejeitou  $H_0$ , sugerindo que a abordagem Pooled é a mais adequada do que a de efeitos aleatórios (EA). Como houve a preferência pela abordagem Pooled pelo teste de Breusch-Pagan, o resultado do teste de Hausman foi desconsiderado.

**Tabela 22 - Testes de especificação para modelo concentração de votos (amostra de trabalho)**

	Estatística-Chi <sup>2</sup>	P-valor
Breusch-Pagan	2,67	0,1020
Hausman	18,60***	0,0837

Notas: asteriscos indicam a significância dos coeficientes:  
\*(1%), \*\*(5%) e \*\*\* (10%)

Pela aplicação inicial do modelo concentração de votos (MCV) sobre a amostra de trabalho (AT), ver Tabela 23, observa-se, pela abordagem Pooled, um valor negativo (-0,0184) e significativo (1%) para a variável LLA.CV, indicando que a concentração de votos é determinante para explicar a relação entre o retorno e o lucro contábil. Os resultados corroboram a hipótese de que a concentração dos votos influencia negativamente a informatividade dos lucros contábeis.

Pelos valores estimados pela abordagem Pooled, o resultado da estatística F (7,01) demonstra a significância estatística (1%) do modelo concentração de votos (MCV) aplicado sobre a

<sup>44</sup> As tabelas com os resultados completos dos modelos estimados encontram-se no Apêndice 5.

amostra de trabalho (AT), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero.

**Tabela 23 - Resultados do modelo concentração de votos sobre amostra de trabalho**

	Variável Dependente (Retorno Anormal)		
	(Pooled)	(EF)	(EA)
Const	0.0856 (0.1206)	-0.0070 (0.0642)	0.0456 (0.1362)
LLA	1.1889* (0.3914)	1.6214* (0.514)	1.2511* (0.4058)
LLA.CV	-0.0184* (0.0070)	-0.0210* (0.0085)	-0.0188* (0.0072)
Var. de Controle:			
LLA.MTB	0.4434* (0.1118)	0.4802* (0.1240)	0.4468* (0.1119)
LLA.NEG	-1.2841* (0.5029)	-2.2381* (0.6628)	-1.4161* (0.5232)
Dummy ANO	Sim	Sim	Sim
Dummy SETOR	Sim	-	Não
R <sup>2</sup> ajust.	23,86%	19,13%	27,77%
Estatística-F	7,01*	7,26*	-
Estatística-Chi <sup>2</sup>	-	-	2077,68*
n° Obs.	500	500	500

Notas: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%); (iii) R<sup>2</sup>-ajust é o R ao quadrado ajustado do modelo; e (iv) para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o contrário.

Em relação às variáveis de controle, a variável LLA.MTB apresentou valor positivo e significativo (1%), sendo que a variável LLA.NEG registrou valor negativo e significativo (1%). Os resultados convergem com as evidências encontradas em outros mercados (americano e sudoeste asiático), indicando que a variável market-to-book (MTB) e perdas (NEG) influenciam a informatividade dos lucros contábeis. Quanto às variáveis binárias relacionadas aos anos, somente os anos de 2005 e 2006 apresentaram significância estatística. Entre as variáveis binárias vinculadas aos setores, somente os setores têxtil e telecomunicações apresentaram significância estatística.

Consideradas as estimativas pela especificação Pooled, os resultados obtidos pela aplicação do modelo concentração de votos (MCV) sobre a amostra de trabalho (AT) vão de encontro aos esperados, e confirmam a hipótese (H<sub>a</sub>), sinalizando que a informatividade dos lucros

contábeis é negativamente influenciada pelo nível de concentração dos votos do maior acionista controlador (MAC).

#### 4.3.1.2 Sobre a amostra estrutura simples

Quanto à especificação do modelo concentração de votos (MCV) aplicado sobre a amostra estrutura simples (ES), pelo resultado obtido pela aplicação do teste de Breusch-Pagan, (Tabela 24) houve a rejeição da hipótese nula ( $H_0$ ), sugerindo a abordagem de efeitos aleatórios (EA). Com a rejeição do modelo Pooled, deve-se considerar o resultado emitido pelo teste de Hausman. De acordo com o teste de Hausman não houve a rejeição da hipótese nula ( $H_0$ ), confirmando a abordagem pelos efeitos aleatórios (EA) como a melhor especificação para estimação do modelo concentração de votos sobre esta amostra estrutura simples (ES).

**Tabela 24 - Testes de especificação do modelo concentração de votos (estrutura simples)**

	Estadística- $\chi^2$	P-valor
Breusch-Pagan	2,80***	0,0940
Hausman	11,24	0,3389

Notas: asteriscos indicam a significância dos coeficientes: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\* (10%)

A aplicação do modelo concentração de votos (MCV) sobre a amostra estrutura simples (ES), formada exclusivamente por ações de empresas com capital formado por apenas ações ordinárias, possui os resultados listados na Tabela 25. Pelos valores estimados, de acordo com a abordagem dos efeitos aleatórios (EA), observa-se que a variável LLA.CV apresentou valor negativo (-0,0361), porém não significativa. Pelo resultado obtido não foi possível confirmar que, para as empresas com capital constituído apenas por ações ordinárias, a concentração dos votos influencia negativamente a informatividade dos lucros contábeis.

Quanto ao modelo, pela especificação efeitos aleatórios (EA), o resultado da estatística  $\chi^2$  apresentou valor (11.117,00), significativa a 1%, rejeitando a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. Diferente dos valores estimados sobre a amostra de trabalho (AT), as variáveis de controle, tanto a LLA.MTB quanto a LLL.PERDAS, não apresentaram valores estatisticamente significantes. Em relação às variáveis binárias relacionadas aos anos, somente os anos de 2005 e 2006 apresentaram significância estatística. Quanto às variáveis binárias relativas aos setores, 6 (seis) setores: comércio, construção,

energia elétrica, minerais não metálicos, siderurgia, e veículos e peças, apresentaram significância estatística.

**Tabela 25 - Resultados do modelo concentração de votos sobre amostra estrutura simples**

	Variável Dependente (Retorno Anormal)		
	(Pooled)	(EF)	(EA)
Const	0.0371 (0.1723)	0.2530 (0.2837)	0.0371 (0.1723)
LLA	0.4686 (1.3924)	1.2182 (1.6991)	0.4686 (1.3924)
LLA.CV	-0.0361 (0.0451)	-0.1018 (0.0660)	-0.0361 (0.0451)
Var. de Controle:			
LLA.MTB	0.5329 (0.4119)	0.5480 (0.5704)	0.5329 (0.4119)
LLA.NEG	0.3538 (1.975)	1.9913 (2.5894)	0.3538 (1.9375)
Dummy ANO	Sim	Sim	Sim
Dummy SETOR	Sim	-	Sim
R <sup>2</sup> ajust.	29,70%	6,06%	53,94%
Estatística-F	2,23*	1,62	-
Estatística-Chi <sup>2</sup>	-	-	11177,00*
n° Obs.	59	59	59

Notas: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%); (iii) R<sup>2</sup>-ajust é o R ao quadrado ajustado do modelo; e (iv) para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o contrário.

Considerando-se as estimativas do modelo concentração de votos (MCV) aplicado sobre a amostra estrutura simples (ES), pela especificação efeitos aleatórios (EA), os resultados obtidos não confirmam a hipótese (Ha) de que a concentração de votos influencia negativamente a informatividade dos lucros contábeis das empresas que possuem o seu capital formado apenas por ações ordinárias.

Em dados não reportados, de forma alternativa, estimou-se o modelo concentração de votos sobre a amostra de trabalho (AT) adicionando variáveis binárias à variável concentração de votos para destacar as ações de empresa com estrutura simples. Os resultados obtidos sobre este modelo alternativo também não confirmaram a influência negativa da concentração de votos sobre a informatividade em empresa com estrutura simples.



### 4.3.1.3 Sobre a amostra estrutura múltipla

Diferente da amostra de trabalho (AT) e da amostra estrutura simples (ES), o modelo concentração de votos (MCV) aplicado sobre a amostra estrutura múltipla (EM) parece ter os efeitos fixos (EF) como a abordagem mais apropriada.

**Tabela 26 - Testes de especificação do modelo concentração de votos (estrutura múltipla)**

	Estatística-Chi <sup>2</sup>	P-valor
Breusch-Pagan	2,76***	0,0965
Hausman	18,56**	0,0507

Notas: asteriscos indicam a significância dos coeficientes: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\* (10%)

Conforme os resultados apresentados na Tabela 26, o teste de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula ( $H_0$ ), confirmando a hipótese alternativa de que a variância dos efeitos não observáveis é diferente de zero. Assim, a abordagem Pooled foi rejeitada. Em seguida, pelo teste de Hausman, a hipótese nula ( $H_0$ ) também foi rejeitada, e indicou que os efeitos não observáveis são correlacionados com as variáveis explicativas, confirmando que a abordagem mais indicada é a de efeitos fixos (EF).

**Tabela 27 - Resultados do modelo concentração de votos sobre amostra estrutura múltipla**

	Variável Dependente (Retorno Anormal)		
	(Pooled)	(EF)	(EA)
Const	0.0885 (0.1242)	-0.0178 (0.0632)	0.0337 (0.1515)
LLA	1.1799* (0.4229)	1.5675* (0.5446)	1.2618* (0.4415)
LLA.CV	-0.0180** (0.4705)	-0.0226* (0.0082)	-0.0190** (0.0076)
Var. de Controle:			
LLA.MTB	0.4705* (0.1301)	0.5044* (0.1218)	0.4652* (0.1227)
LLA.NEG	-1.3796** (0.5485)	-2.4489* (0.6617)	-1.5367* (0.5705)
Dummy ANO	Sim	Sim	Sim
Dummy SETOR	Sim	-	Não
R <sup>2</sup> ajust.	21,94%	17,73%	26,26%
Estatística-F	5,95*	7,35*	-
Estatística-Chi <sup>2</sup>	-	-	176,71*
n° Obs.	441	441	441

Notas: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%); (iii) R<sup>2</sup>-ajust é o R ao quadrado ajustado do modelo; e (iv) para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o contrário.

Considerando-se as estimativas geradas pelos efeitos fixos (EF), os resultados obtidos confirmam a hipótese (Ha) de que a concentração de votos influencia negativamente a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas com estrutura múltipla (EM), com capital formado por ações ordinárias e preferenciais.

#### 4.3.2 Modelo divergência entre direitos

Com a finalidade de mensurar o impacto específico da divergência entre os direitos de voto e de fluxo de caixa sobre a informatividade dos lucros contábeis, a aplicação desse modelo atende a demanda exposta pela hipótese (Hb). Esse modelo será aplicado somente sobre a amostra estrutura múltipla (EM), formado apenas pelas empresas que possuem o seu capital formado por ações ordinárias e preferenciais. Assim, o modelo será aplicado somente em ações de empresas nas quais pode ocorrer a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa).

Para verificar a hipótese (Hb), o modelo estimará a divergência entre direitos em duas situações: na primeira, a variável LLA.IDD procura verificar a influência do nível de divergência sobre a informatividade dos lucros contábeis, desconsiderando o excesso de voto em poder do acionista controlador; na segunda, pela variável LLA.ID.EV, onde o excesso de votos (CV>50%) será considerado.

**Tabela 28 - Testes de especificação do modelo divergência entre direitos (amostra estrutura múltipla)**

	<b>Estatística-Chi<sup>2</sup></b>	<b>P-valor</b>
Breusch-Pagan	2,76***	0,0967
Hausman	23,03**	0,0175

Notas: asteriscos indicam a significância dos coeficientes: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\* (10%)

Quanto às especificações estimadas para o modelo divergência entre direitos, o teste de Breusch-Pagan, (Tabela 28) indica a preferência da abordagem de efeitos aleatórios (EA), em favor do modelo Pooled. Pelo teste de Hausman, a rejeição da hipótese nula (H<sub>0</sub>) indica a preferência da abordagem dos efeitos fixos (EF) sobre a abordagem dos efeitos aleatórios (EA).

Entre os valores calculados pela abordagem efeitos fixos (EF), conforme Tabela 29, o valor estimado para a variável LLA.IDD foi positivo (3,8182) e estatisticamente significativo (10%). Diferente do esperado, o valor encontrado indica uma relação positiva entre a divergência entre direitos e a informatividade dos lucros contábeis. Esse resultado não confirma a hipótese (Hb) de que a informatividade dos lucros contábeis diminui sob a influência da divergência entre os direitos (voto versus fluxo de caixa).

**Tabela 29 - Resultados do modelo divergência entre direitos sobre a amostra estrutura múltipla**

	Variável Dependente (Retorno Anormal)		
	(Pooled)	(EF)	(EA)
Const	0.0724 (0.1217)	-0.0276 (0.0600)	-0.0143 (0.1504)
LLA	1.2860** (0.6781)	0.5508 (1.2830)	1.2188 (0.7743)
LLA.IDD	1.4265 (1.2470)	3.8182*** (2.0269)	1.8740 (2.6138)
LLA.IDD.EV	-2.4656* (0.7903)	-2.8444* (0.8133)	-2.6138* (0.8188)
Var. de Controle:			
LLA.MTB	0.4701* (0.1172)	0.5115* (0.1094)	0.4655* (0.1089)
LLA.NEG	-1.5543* (0.5314)	-2.5388* (0.6726)	-1.7086* (0.5620)
Dummy ANO	Sim	Sim	Sim
Dummy SETOR	Não	-	Não
R <sup>2</sup> ajust.	22,30%	18,96%	26,75%
Estatística-F	5,86*	7,58*	-
Estatística-Chi <sup>2</sup>	-	-	185,39*
n° Obs.	441	441	441

Notas: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%); (iii) R<sup>2</sup>-ajust é o R ao quadrado ajustado do modelo; e (iv) para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o contrário.

De forma oposta, a variável LLA.IDD.EV, estimada pelos efeitos fixos (EF), apresentou valor negativo (-2,8444) e significativo (1%). Este resultado confirma, para os casos em que o maior acionista controlador possui excesso de votos (CV>50%), a hipótese de que a informatividade dos lucros contábeis é negativamente relacionada com a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa).

Em relação à especificação, o modelo de efeitos fixos apresentou significância (1%) pela estatística F (7,58). Entre as variáveis de controle, tanto a variável LLA.MTB como a variável LLA.NEG apresentaram sinais iguais aos registrados pelo modelo concentração de votos (MCV), assim, enquanto o market-to-book (MTB) exerce influência positiva, as perdas (NEG) exercem influência negativa sobre a informatividade dos lucros contábeis.

Considerando-se as estimativas pelos efeitos fixos (EF) geradas pela aplicação do modelo divergência entre direitos (MDD) sobre a amostra estrutura múltipla (EM), os resultados encontrados confirmaram parcialmente a hipótese (H<sub>b</sub>) de que a divergência entre direitos influencia negativamente a informatividade dos lucros contábeis. Diferente do esperado, estes resultados sugerem que essa relação é negativa apenas quando o maior acionista controlador possui excesso de votos, ou seja, possui mais de 50% dos votos.

Os resultados encontrados também indicam que a divergência entre direitos passa a influenciar positivamente a informatividade quando o maior acionista controlador (MAC) não possui excesso de votos ( $CV \leq 50\%$ ), menos do que o necessário para assumir o controle individualmente. Esses resultados encontrados sugerem que a divergência passa a influenciar negativamente a informatividade dos lucros contábeis, na medida em que o controlador passa a ter excesso de votos, ou seja, uma quantidade de votos além da necessária ( $>50\%$ ) para controlar a empresa.

### **4.3.3 Modelo combinado**

Esse modelo possui a finalidade de mensurar o impacto conjunto das duas características de estrutura de propriedade analisadas neste estudo: a concentração de votos (CV) e a divergência entre direitos (IDD) sobre a informatividade dos lucros contábeis. Este modelo será aplicado sobre a amostra de trabalho (AT), sendo que a estrutura desse modelo, além de procurar gerar evidências que possam confirmar as hipóteses (H<sub>a</sub>) e (H<sub>b</sub>), também terá a oportunidade de mensurar o impacto conjunto das duas variáveis estudadas sobre a informatividade dos lucros contábeis.

Os resultados dos testes de especificação realizados sobre o modelo combinado (MCB) aplicado na amostra de trabalho (AT), listados na Tabela 30, indicam a abordagem de efeitos fixos (EF) como a mais apropriada. O teste de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula (H<sub>0</sub>),

rejeitando a preferência pela abordagem Pooled, e o teste de Hausman indicou a preferência pelos efeitos fixos (EF) aos efeitos aleatórios (EA), com a rejeição da hipótese nula ( $H_0$ ).

**Tabela 30 - Resultados dos testes de especificação do modelo combinado (amostra de trabalho)**

	<b>Estatística-Chi<sup>2</sup></b>	<b>P-valor</b>
Breusch-Pagan	2,72***	0,0994
Hausman	8,37**	0,7559

Notas: asteriscos indicam a significância dos coeficientes: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\* (10%)

Conforme os dados listados na Tabela 31, observa-se que, sob os resultados gerados para o modelo combinado (MCB) a partir da abordagem dos efeitos fixos (EF), foi estimado um valor positivo (0,0193), porém não significativo estatisticamente, para a variável concentração de votos (LLA.CV). Este resultado indica que a concentração de votos não foi determinante para explicar a relação entre os retornos e os lucros contábeis. O resultado, apesar de não significativo, é diferente, quanto ao sinal estimado (positivo), dos resultados encontrados no modelo concentração de votos (MCV) aplicado sobre as amostras de trabalho (AT), estrutura de propriedade simples (ES) e estrutura de propriedade múltipla (EM).

Em relação à variável divergência entre direitos (LLA.IDD) foi estimado, pelos efeitos fixos (EF), um valor positivo (4,8774) e significativo estatisticamente (5%). Este resultado confirma o encontrado no modelo divergência entre direitos (MDD) sobre a amostra múltipla (EM) indicando que a divergência entre direitos influencia positivamente a informatividade dos lucros contábeis.

Os valores apurados pela abordagem efeitos fixos (EF) do modelo combinado (MCB), confirmaram parcialmente os resultados encontrados em outros dois modelos: concentração de votos (MCV) e divergência entre direitos (MDD). Não foi confirmada a influência negativa da concentração de votos (CV) sobre a informatividade, porém a influência positiva da divergência entre direitos (IDD) foi confirmada.

Quanto ao efeito conjunto da concentração dos votos e da divergência entre direitos, foi estimado para a variável LLA.CV.IDD um valor negativo (-8,1741) e significativo (5%). Este resultado demonstra o efeito negativo da influência conjunta da concentração de votos e da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis. Neste sentido, quanto

maior a concentração de votos (CV) e a divergência entre direitos (IDD), menor será a informatividade dos lucros contábeis.

**Tabela 31 - Resultados do modelo combinado sobre amostra de trabalho**

	Variável Dependente (Retorno Anormal)		
	(Pooled)	(EF)	(EA)
Const	0.0861 (0.1177)	-0.0155 (0.0650)	0.0478 (0.1336)
LLA	1.3223* (0.5034)	1.5273** (0.7548)	1.3345** (0.5431)
LLA.CV	0.0208 (0.0138)	0.0193 (0.0201)	0.0216 (0.0145)
LLA.IDD	4.5423** (1.8734)	4.8774** (2.3465)	4.7942** (1.9462)
LLA.CV.IDD	-8.2177* (2.9077)	-8.1741** (3.5971)	-8.4895* (2.9989)
Var. de Controle:			
LLA.MTB	0.3994* (0.1022)	0.4422* (0.1203)	0.4072* (0.1027)
LLA.NEG	-1.6420* (0.4826)	-2.5023* (0.6769)	-1.7855* (0.5111)
Dummy ANO	Sim	Sim	Sim
Dummy SETOR	Sim	-	Não
R <sup>2</sup> ajust.	25,02%	20,30%	29,17%
Estatística-F	6,95*	6,60*	-
Estatística-Chi <sup>2</sup>	-	-	379,46*
n° Obs.	500	500	500

Notas: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%); (iii) R<sup>2</sup>-ajust é o R ao quadrado ajustado do modelo; e (iv) para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significante e “não” o contrário.

Para as variáveis de controle, market-to-book (MTB) e Perdas (NEG), foram observadas as suas significâncias estatísticas (1%). Em relação às variáveis binárias anos foi verificada a significância estatística apenas do ano de 2005.

Os resultados observados sobre a variável de interesse do modelo, LLA.CV.IDD, indicam o efeito negativo da interação entre a concentração de votos (CV) e a divergência entre direitos (IDD) sobre a informatividade dos lucros contábeis. Este resultado, sugere, indiretamente, que o modelo de governança corporativa existente no mercado brasileiro, caracterizado pela concentração de votos e pela emissão de várias classes de ações com direitos divergentes, influencia negativamente sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados.

#### 4.3.4 Modelo governança

Atendendo a demanda da Hipótese (Hc) esse modelo procura verificar se a adoção das práticas de governança corporativa reduz a influência da concentração de votos e da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis. Este modelo será aplicado em duas versões: a primeira, a versão concentração de votos será aplicada sobre a amostra de trabalho (AT), e a segunda, a versão divergência entre direitos será aplicada sobre amostra estrutura múltipla (EM).

##### 4.3.4.1 Modelo governança - versão concentração de votos

A aplicação do modelo governança versão concentração de votos sobre a amostra de trabalho (AT) possui a finalidade de verificar, conforme hipótese (Hc), se a adoção de práticas diferenciadas de governança reduz a influência da concentração de votos sobre informatividade dos lucros contábeis.

**Tabela 32 - Testes de especificação do modelo governança versão concentração de votos**

	<b>Estatística-Chi<sup>2</sup></b>	<b>P-valor</b>
Breusch-Pagan	2,94**	0,0864
Hausman	16,47	0,2248

Notas: asteriscos indicam a significância dos coeficientes: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\* (10%)

Pela Tabela 32, o teste de Breusch-Pagan rejeitou a hipótese nula, confirmando a hipótese alternativa de que a variância dos efeitos não observáveis é diferente de zero. Assim, a abordagem Pooled foi rejeitada. Pelo teste de Hausman, ocorreu o oposto, a hipótese nula não foi rejeitada, indicando que os efeitos não observáveis não são correlacionados com as variáveis explicativas, indicando, portanto, que a abordagem mais indicada é a de efeitos aleatórios (EA).

Os resultados obtidos, em relação à concentração de votos, pela aplicação do modelo governança (MGOV) versão concentração de votos sobre a amostra de trabalho (AT) não foram diferentes dos observados inicialmente pelo modelo concentração de votos (MCV) estimado sobre a amostra de trabalho (AT) e sobre a amostra estrutura múltipla (EM). O valor estimado pela variável LLA.CV foi negativo (-0,0179) e estatisticamente significativo (5%).

**Tabela 33 - Resultados modelo governança (concentração de votos) sobre amostra de trabalho**

	Variável Dependente (Retorno Anormal)		
	(Pooled)	(EF)	(EA)
Const	0.0828 (0.1139)	-0.0132 (0.0647)	0.0425 (0.1296)
LLA	1.1668* (0.3887)	1.6304* (0.5309)	1.2387* (0.4055)
LLA.CV	-0.0172** (0.0070)	-0.0203** (0.0085)	-0.0179** (0.0072)
LLA.CV.N1	-0.0053 (0.0310)	0.0089 (0.0418)	-0.0035 (0.0346)
LLA.CV.N2	-0.0308 (0.0412)	-0.0197 (0.0449)	-0.0244 (0.0406)
LLA.CV.NM	-0.0102 (0.0495)	-0.0995 (0.0742)	-0.0274 (0.0522)
Var. De Controle:			
LLA.MTB	0.4609* (0.1064)	0.4813* (0.1218)	0.4476* (0.1040)
LLA.NEG	-1.2375** (0.4990)	-2.1752* (0.6657)	-1.4149* (0.5190)
Dummy ANO	Sim	Sim	Sim
Dummy SETOR	Sim	-	Não
R <sup>2</sup> ajust.	23,55%	19,44%	27,91%
Estatística-F	6,30*	6,12*	-
Estatística-Chi <sup>2</sup>	-	-	2317,84*
n° Obs.	500	500	500

Notas: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%); (iii) R<sup>2</sup>-ajust é o R ao quadrado ajustado do modelo; e (iv) para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o contrário.

Entretanto, em relação às variáveis binárias governança (N1, N2, NM), não foi observada a significância estatística de nenhuma delas. Esses resultados, diferentes dos esperados, indicam que as variáveis binárias governança (GOV) não contribuem para explicar a relação entre os retornos das ações e os lucros contábeis.

O modelo estimado sob a abordagem efeitos aleatórios (EA) apresentou significância estatística (1%) pela estatística Chi<sup>2</sup> (2.317,84). As variáveis de controle, market-to-book (MTB) e Perdas (NEG) apresentaram valores significantes estatisticamente. A variável LLA.MTB apresentou valor positivo, e a variável LLA.PERDAS negativo. Quanto às variáveis binárias relativas aos anos, os anos de 2005 e 2006 foram estatisticamente significantes. Quanto aos setores, nenhum apresentou significância estatística.



Considerando-se as estimativas geradas pelo modelo governança na versão concentração de votos, pelos efeitos aleatórios (EA), os resultados obtidos não foram suficientes para confirmar a hipótese (Hc) de que a influência da concentração dos votos é menor em empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa.

#### 4.3.4.2 Modelo governança - versão divergência entre direitos

Com a intenção de verificar a demanda da hipótese (Hc) de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa reduz a influência da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis, o modelo governança versão divergência entre direitos será aplicado sobre a amostra estrutura múltipla (EM).

De forma idêntica à estimação do modelo divergência entre direitos (MDD) sobre a amostra estrutura múltipla (EM), esse modelo estimará a divergência em duas situações: pela variável LLA.IDD, que procura verificar a influência do nível de divergência sobre a informatividade dos lucros contábeis, desconsiderando o excesso de voto em poder do acionista controlador, e a segunda, pela variável LLA.ID.EV, em que o excesso de votos (>50%) será considerado.

Adicionalmente, serão alocadas variáveis binárias às variáveis relacionadas à divergência entre direitos (IDD e IDD.EV). Foram consideradas somente as variáveis N1 (Nível 1) e N2 (Nível 2), porque a divergência entre direitos não ocorre em empresas listadas no Novo Mercado, representado pela variável NM, pois as empresas listadas neste segmento emitem apenas ações ordinárias.

**Tabela 34 - Testes de especificação modelo governança versão divergência entre direitos**

	<b>Estatística-Chi<sup>2</sup></b>	<b>P-valor</b>
Breusch-Pagan	2,75***	0,0971
Hausman	20,65	0,1483

Notas: asteriscos indicam a significância dos coeficientes: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\* (10%)

Quanto às especificações estimadas para o modelo governança na versão divergência entre direito, o teste de Breusch-Pagan, conforme Tabela 34, indica a preferência da abordagem de efeitos aleatórios (EA) sobre a abordagem Pooled. Posteriormente, pelo teste de Hausman, a não rejeição da hipótese nula confirmou a preferência pelos efeitos aleatórios (EA).

**Tabela 35 - Resultados modelo governança (divergência entre direitos) sobre amostra estrutura múltipla**

	Variável Dependente (Retorno Anormal)		
	(Pooled)	(EF)	(EA)
Const	0.0632 (0.1134)	-0.0100 (0.0594)	-0.0065 (0.1369)
LLA	1.6861* (0.7143)	0.8860 (1.2874)	1.5708** (0.8082)
LLA.IDD	0.3905 (1.3087)	2.7609** (2.0131)	0.8094 (1.3987)
LLA.IDD.N1	2.2483 (2.7251)	3.0460 (3.2545)	2.9094 (3.0916)
LLA.IDD.N2	1.3664 (3.9298)	5.6087** (2.6950)	2.5440 (3.6685)
LLA.IDD.EV	-2.5303* (0.8152)	-2.8412* (0.8240)	-2.6307* (0.8309)
LLA.IDD.EV.N1	0.1031 (2.8334)	-0.8093 (3.3870)	-0.4694 (3.1850)
LLA.IDD.EV.N2	-2.1322 (4.3300)	-5.7902*** (3.2945)	-2.9076 (4.0782)
Var. de Controle:			
LLA.MTB	0.4548* (0.1191)	0.4653* (0.1255)	0.4401* (0.1136)
LLA.NEG	-1.4404** (0.5036)	-2.3022* (0.6707)	-1.5817* (0.5408)
Dummy ANO	Sim	Sim	Sim
Dummy SETOR	Não	-	Não
R <sup>2</sup> ajust.	23,18%	20,50%	28,21%
Estatística-F	5,43*	10,72*	-
Estatística-Chi <sup>2</sup>	-	-	205,58*
n° Obs.	441	441	441

Notas: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%); (iii) R<sup>2</sup>-ajust é o R ao quadrado ajustado do modelo; e (iv) para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o contrário.

Pelos valores calculados pela abordagem efeitos aleatórios (EA), Tabela 35, o valor estimado para a variável LLA.IDD, foi positivo (0,8094), similar ao encontrado pelo modelo divergência entre direitos (MDD). Entretanto, não foi estatisticamente significativa.

Quanto às variáveis interativas relativas aos níveis de governança (N1 e N2), nenhuma registrou significância estatística. Estes resultados indicam que a influência da divergência entre direitos (IDD) sobre a informatividade dos lucros contábeis não é diferente em empresas que aderiram aos segmentos Nível 1 e Nível 2.

De forma oposta, pelos efeitos aleatórios (EA), a variável LLA.IDD.EV apresentou valor negativo (-2,6307), e estatisticamente significativa (1%). Este resultado confirma, que em empresas nas quais os maiores acionistas controladores (MAC) possuem excesso de votos (CV>50%), a hipótese de que a informatividade dos lucros contábeis é negativamente relacionada com a divergência entre direitos (IDD).

Em relação às variáveis binárias relativas aos níveis de governança aplicadas sobre a divergência de direitos condicionada ao excesso de votos, LLA.IDD.EV.N1 e LLA.IDD.EV.N2, não foram observadas a sua significância estatística. Esse resultado indica que a influência negativa da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis quando há excesso de votos não é diferente para empresas que aderiram aos segmentos Nível 1 e Nível 2.

Em relação ao modelo, a abordagem pelos efeitos aleatórios (EA) apresentou significância (1%) pela estatística  $\chi^2$  (205,58). Entre as variáveis de controle, tanto LLA.MTB como LLA.NEG apresentaram sinais iguais aos registrados pelos modelos concentração de votos, divergência entre direitos e combinado. Enquanto a variável market-to-book (MTB) manteve a influência positiva, a variável perdas (NEG) manteve a influência negativa sobre a informatividade dos lucros contábeis. Para as variáveis binárias anos, os anos de 2005 e 2006 foram estatisticamente significantes. Quanto aos setores, nenhum apresentou significância estatística.

Considerando-se as estimativas geradas pelo modelo governança na versão divergência entre direitos, pelos efeitos aleatórios (EA), os resultados obtidos não foram suficientes para confirmar a hipótese (Hc) de que a influência da divergência entre direitos é reduzida pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa.

#### **4.3.5 Modelo lucros e dividendos**

A finalidade desse modelo é observar, de acordo com a hipótese (Hd), a diferença entre a informatividade dos lucros contábeis e dos dividendos resultante da influência da divergência entre direitos de voto e fluxo de caixa.

Devido às características de distribuição e divulgação dos dividendos e dos juros sobre capital próprio (JSCP) existentes no mercado brasileiro, conforme discutido no item 2.2.2 (Dividendos e Juros sobre Capital Próprio), este modelo será aplicado sobre duas subamostras. A primeira será a subamostra dividendos e juros (DIVJ), formada por ações de empresas que divulgaram tanto dividendos quanto juros sobre capital próprio (JSCP) e que apresentam divergência entre direitos (emitem ações preferências e ordinárias). E a segunda será a subamostra dividendos (DIV), formada por ações de empresas que divulgaram somente dividendos, e que apresentam divergência entre direitos.

**Tabela 36 - Resultados sobre amostra dividendos e juros e dividendos**

	Variável Dependente (Retorno Anormal)	
	(Pooled)	
	(DIVJ)	(DIV)
Const.	0.0136 (0.1333)	0.0284 (0.1437)
LLA	-0.0458 (0.8620)	-0.0968 (0.8778)
LLA.IDD	4.3019** (1.7978)	4.2570** (1.8741)
LLA.CV.IDD	-4.9040** (2.2973)	-4.3579*** (2.4411)
DIVA	4.9802 (5.6356)	4.2293 (6.2080)
DIVA.IDD	-6.8527*** (3.9160)	-7.2511*** (4.4196)
DIVA.CV.IDD	2.3079 (5.4487)	-0.1397 (5.8868)
R <sup>2</sup> ajust.	28,81%	28,74%
Estatística-F	5,57*	4,82*
n° Obs.	340	285

Notas: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%); (iii) por economia de espaço, os valores estimados para as variáveis de controle foram omitidos; (iv) R<sup>2</sup>-ajust é o R ao quadrado ajustado do modelo.

Analisando as estimativas geradas pela abordagem Pooled, (Tabela 36), observa-se que a variável LLA.IDD, que representa a informatividade dos lucros contábeis condicionada à divergência entre direitos, apresentou valor positivo, tanto na amostra DIVJ (4,3019) quanto na amostra DIV (4,2570), sendo ambos significantes estatisticamente (5%). Os valores obtidos sobre duas amostras confirmam os resultados obtidos pelo modelo divergência entre

direitos (MDD), indicando que a divergência entre direitos influencia positivamente a informatividade dos lucros contábeis.

Entretanto, considerando-se o efeito conjunto da concentração de votos e da divergência entre direitos, pela variável LLA.CV.IDD, os valores estimados para as duas amostras, DIVJ e DIV, foram negativos e significantes estatisticamente (5% e 10%). Este resultado corrobora o encontrado pelo modelo combinado (MCB), e demonstra que o efeito conjunto da concentração de votos com a divergência entre direitos proporciona um decréscimo na informatividade dos lucros contábeis.

Em relação à influência da divergência entre os direitos sobre a informatividade dos dividendos, a variável DIVA.IDD apresentou valor negativo e significativo (10%) nas duas amostras estudadas (DIV e DIVJ). O sinal negativo estimado para a influência da divergência entre direitos sobre a informatividade dos dividendos indica uma relação inversa da esperada (positiva). Quanto ao efeito conjunto da concentração de votos e da divergência entre direitos, a variável DIVA.CV.IDD não apresentou significância estatística.

Os resultados registrados pelas amostras estudadas (DIV e DIVJ) foram diferentes dos esperados. Os coeficientes estimados indicam que a informatividade dos lucros contábeis aumenta com a divergência e, de forma oposta, a informatividade dos dividendos diminui com a divergência. Esses resultados encontrados não confirmam a hipótese ( $H_d$ ), de que a divergência entre direitos aumentaria a informatividade dos dividendos, na medida em que diminuiria a informatividade dos lucros contábeis.

Em dados não reportados, o modelo lucros e dividendos (MLD) foi estimado, de forma alternativa, sem as variáveis LLA.CV.IDD e DIVA.CV.IDD. Os resultados obtidos por este modelo foram similares aos encontrados pelo modelo original.

De forma complementar, a partir dos valores estimados pelo modelo lucros e dividendos (MLD) foi pesquisada a hipótese alternativa de que a influência da divergência entre direitos poderia provocar a diferença de informatividade entre os lucros contábeis e os dividendos.

**Tabela 37 - Teste de igualdade entre coeficientes – lucros versus dividendos**

	DIVJ		DIV	
	Estatística-Chi <sup>2</sup>	P-value	Estatística-Chi <sup>2</sup>	P-value
LLA=DIVA	0,90	0,3440	0,55	0,4573
LLA.IDD=DIVA.IDD	5,34**	0,0215	4,09**	0,0441
LLA.CV.IDD=DIVA.CV.IDD	1,31	0,2536	0,35	0,5564

Notas: asteriscos indicam a significância dos coeficientes: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\* (10%)

Pelos dados listados na Tabela 37, encontram-se os resultados relativos a diferenças entre a informatividade dos lucros (LLA) e a dos dividendos (DIVA) que merecem os seguintes comentários:

- a. Foi confirmada a igualdade entre os coeficientes dos lucros líquidos ajustados (LLA) e os dividendos ajustados (DIVA). Este resultado indica que a informatividade dos lucros contábeis não foi diferente da dos dividendos.
- b. Não foi confirmada a igualdade (ao nível de 5%) entre os coeficientes dos lucros e dividendos ajustados quando condicionados à divergência entre direitos (LLA.IDD e DIVA.IDD). Entretanto, quanto aos valores estimados, os lucros foram positivos e significantes (5%), e os dividendos, negativos e significantes (10%).
- c. Confirmada a igualdade entre os coeficientes dos lucros e dos dividendos quando condicionados ao efeito conjunto da concentração de votos e da divergência entre direitos (LLA.CV.IDD e DIVA.CV.IDD).

Em relação às estimativas geradas para o modelo lucros e dividendos e pela comparação dos coeficientes, a partir das amostras dividendos (DIV) e dividendos e juros (DIVJ), os resultados indicam: (i) lucros e dividendos não possuem informatividades diferentes, (ii) porém, quando condicionados à influência da divergência entre direitos (IDD), lucros contábeis e dividendos apresentam informatividades diferentes; e (iii) na presença da divergência entre direitos, a informatividade dos lucros contábeis ganha relevância sobre a dos dividendos, assim, quanto maior a divergência entre direitos, maior o poder de explicação dos lucros sobre os retornos e menor o dos dividendos.

#### 4.4 Resumo dos resultados encontrados

O Quadro 12, elaborado de forma esquemática, indica os principais resultados estimados para cada um dos modelos adotados.

**Quadro 12 - Resumo dos resultados dos modelos estimados**

Modelos	Concentração de votos			Divergência entre direitos	Combinado	Governança		Lucros e dividendos	
	AT	ES	EM			CV	IDD	DIVJ	DIV
Amostras	AT	ES	EM	EM	AT	AT	EM	DIVJ	DIV
Abordagem	PL	EA	EF	EF	EF	EA	EA	PL	PL
Nº Obs.	500	59	441	441	500	500	441	340	285
LLA	(+)	n/s	(+)	n/s	n/s	(+)	(+)	n/s	n/s
LLA.CV	(-)	n/s	(-)		n/s	(-)			
LLA.IDD				(+)	(+)		n/s	(+)	(+)
LLA.IDD.EV				(-)			(-)		
LLA.CV.IDD					(-)			(-)	(-)
DIVA								n/s	n/s
DIVA.IDD								(-)	(-)
DIVA.CV.IDD								n/s	n/s
LLA.CV.N1						n/s			
LLA.CV.N2						n/s			
LLA.CV.NM						n/s			
LLA.IDD.N1							n/s		
LLA.IDD.N2							n/s		
LLA.IDD.EV.N1							n/s		
LLA.IDD.EV.N2							n/s		
LLA.MTB	(+)	n/s	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
LLA.NEG	(-)	n/s	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	n/s	n/s
DIVA.TAM								n/s	n/s
DIVA.END								(+)	(+)
LLA=DIVA								(≠)	(≠)
LLA.IDD=DIVA.IDD								(=)	(=)
LLA.CV.IDD=DIVA.CV.IDD								(≠)	(≠)

Notas: (i) foram apresentados somente os sinais dos coeficientes que apresentaram significância estatística; (ii) n/s significa coeficiente estimado não significativo, (iii) abordagem: PL (Pooled), EF (Efeitos Fixos) e EA (Efeitos Aleatórios); (iv) para o teste de igualdade para lucros e dividendos: (=) indica que são iguais e (≠) que são diferentes; (v) por economia de espaço, as variáveis de controle anos e setores foram omitidas.

## 5 CONCLUSÕES

O objetivo deste estudo foi verificar a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis das empresas não-financeiras negociadas no mercado acionário brasileiro. Em relação à estrutura de propriedade, esta pesquisa analisou especificamente duas de suas características: a concentração dos votos e a divergência entre os direitos de voto e de fluxo de caixa.

De acordo com as evidências empíricas encontradas pela aplicação da metodologia de pesquisa adotada sobre as observações das amostras selecionadas, pode-se apresentar o seguinte resumo dos resultados relativos às hipóteses de trabalho levantadas:

**Quadro 13 - Resultado encontrado para cada hipótese de trabalho**

#	Hipóteses	Resultados
Ha	A informatividade dos lucros contábeis divulgados é negativamente relacionada com a concentração de votos.	Confirmada
Hb	A informatividade dos lucros contábeis é negativamente relacionada com a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa).	Confirmada Parcialmente
Hc	A influência da concentração dos votos e da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis é menor em empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa.	Não Confirmada
Hd	Na medida em que provoca a redução na informatividade dos lucros contábeis, a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) provoca o aumento da informatividade dos dividendos.	Não Confirmada

### 5.1 Conclusões sobre as questões relacionadas à estrutura de propriedade

Sobre os resultados encontrados pode-se levantar o seguinte conjunto de evidências relacionadas à influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis no mercado acionário brasileiro:

- i. Verificou-se a relação da concentração dos votos, medida pela posição acionária do maior acionista controlador, com a informatividade dos lucros contábeis. Foi observado

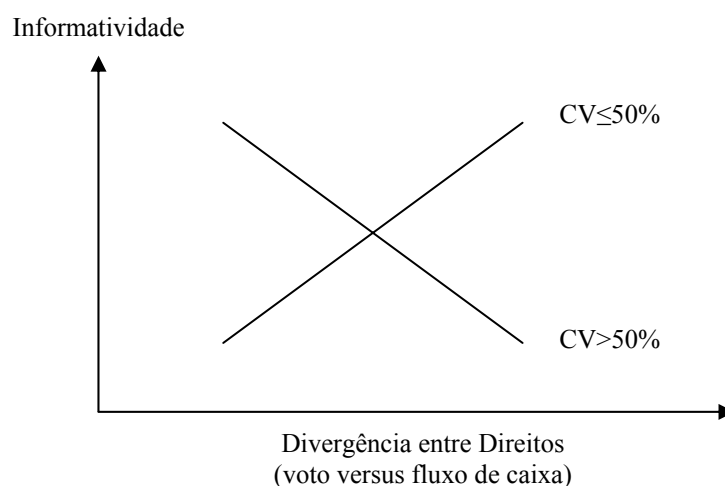


que para as empresas da amostra de trabalho a concentração dos votos influencia negativamente a informatividade dos lucros contábeis. Assim, os resultados encontrados no mercado brasileiro indicam que, quanto maior a concentração de votos, menor a informatividade dos lucros contábeis.

- ii. Considerando-se as estruturas acionárias das empresas brasileiras, a influência negativa da concentração de votos sobre a informatividade dos lucros contábeis foi verificada em empresas com estrutura múltipla (com ações ordinárias e preferenciais). Para as empresas com estrutura simples (somente ações ordinárias), os resultados obtidos não foram significantes estatisticamente para confirmar a influência negativa da concentração de votos sobre a informatividade dos lucros contábeis.
- iii. As evidências encontradas sobre a influência da concentração de votos sugerem a ocorrência do efeito entrincheiramento nas empresas negociadas na Bovespa. Os resultados indicam que o aumento da concentração de votos altera a percepção dos investidores em relação ao lucro contábil divulgado. Parece que o aumento da concentração dos votos em poder do maior acionista controlador das empresas negociadas na Bovespa leva à redução da credibilidade das informações divulgadas, provocando a redução da informatividade dos lucros contábeis.
- iv. Verificou-se a relação entre a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) e a informatividade dos lucros contábeis em empresas com estrutura múltipla (com ações ordinárias e preferenciais). Os resultados estimados indicam que a divergência entre direitos influencia positivamente a informatividade dos lucros contábeis. No sentido oposto aos resultados encontrados sobre a concentração de votos, o aumento da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) na participação do maior acionista controlador proporciona o aumento da informatividade dos lucros contábeis divulgados.
- v. Os resultados encontrados sobre a influência da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis foram diferentes dos esperados. Ao invés de uma influência negativa, os resultados indicam que, no mercado brasileiro, a divergência entre direitos na participação do maior acionista controlador influencia positivamente a informatividade dos lucros contábeis. Os resultados

encontrados não sustentam a ocorrência do efeito alinhamento nas empresas negociadas na Bovespa com base na divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa).

- vi. Quando o excesso de votos é considerado, a influência da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis se torna negativa. De acordo com os valores estimados sobre as empresas com estrutura múltipla (com ações ordinárias e preferenciais), a influência da divergência entre direitos passa a ser negativa quando o maior acionista controlador possui excesso de votos, ou seja, quando a concentração de votos é superior a 50%.
- vii. Considerando-se as duas formas estimadas, com ou sem a presença do excesso de votos, a evolução da relação entre a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) e a informatividade dos lucros contábeis é representada pela figura abaixo.



**Figura 16 - Relação entre informatividade dos lucros contábeis e divergência entre direitos observada no mercado brasileiro**

Conforme a Figura 16, os resultados encontrados demonstram que o sentido da relação entre a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) e a informatividade dos lucros contábeis está condicionada à amplitude do controle em poder do maior acionista controlador. A divergência entre direitos tende a proporcionar o aumento da informatividade dos lucros contábeis, porém, quando o acionista controlador passa a ter excesso de votos ( $CV > 50\%$ ), além do necessário para deter e manter o controle individualmente, essa divergência entre direitos passa a influenciar negativamente sobre a informatividade dos lucros contábeis.

- viii. Considerando-se que a concentração de votos e a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) estão correlacionadas e que ocorrem simultaneamente na maioria das empresas brasileiras, verificou-se, sobre a amostra de trabalho, que o efeito conjunto destas duas variáveis exerce uma influência negativa sobre a informatividade dos lucros contábeis. Este resultado indica que a redução da informatividade dos lucros contábeis divulgados é mais intensa quando há a ocorrência, concomitantemente, do aumento da concentração de votos e do aumento da divergência entre direitos.

Sobre o papel das práticas diferenciadas de governança corporativa foram levantadas as seguintes evidências:

- i. Pelas estimativas geradas sobre as empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa, aquelas listadas nos segmentos especiais (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), não foi possível gerar evidências que pudessem confirmar a hipótese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança reduz a influência, tanto da concentração de votos como da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa), sobre informatividade dos lucros contábeis.
- ii. Desta maneira, não foi possível observar a capacidade da adoção das práticas diferenciadas de governança corporativa como elemento redutor dos efeitos da concentração de votos e da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis.

Em relação à influência da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis e dos dividendos foram encontradas as seguintes evidências:

- i. Diferente do esperado, verificou-se que a divergência entre direitos influencia positivamente a informatividade dos lucros contábeis. Entretanto, sobre a informatividade dos dividendos, a influência da divergência entre direitos é negativa. Os resultados não confirmaram a hipótese de que na presença da divergência entre direitos, a informatividade dos lucros contábeis diminui e a dos dividendos aumenta.

- ii. Os resultados sobre ações de empresas que divulgaram lucros e dividendos (inclusive juros sobre capital próprio) mostram que no mercado brasileiro, quando considerada a divergência entre direitos, a informatividade estimada dos lucros contábeis é superior à dos dividendos. Este resultado indica que, quando ocorrem simultaneamente, o lucro contábil é mais relevante do que o dividendo para explicar os retornos das ações.

## 5.2 Outras Conclusões

Além das evidências relacionadas à estrutura de propriedade, os resultados levantaram um outro conjunto de evidências que fornecem conclusões adicionais sobre a pesquisa realizada. São elas:

- i. As evidências encontradas no mercado brasileiro corroboram parcialmente os resultados encontrados no mercado acionário do sudoeste asiático. Houve a confirmação da influência negativa da concentração dos votos sobre a informatividade dos lucros contábeis, assim, a concentração dos votos é negativamente relacionada à informatividade dos lucros contábeis, tanto no mercado brasileiro quanto no mercado asiático. Porém, quanto à influência da divergência entre direitos, o comportamento observado no mercado brasileiro foi diferente do observado no sudoeste asiático. Enquanto a divergência influencia negativamente no sudoeste asiático, no mercado brasileiro, a influência negativa foi observada somente quando o acionista possui o controle absoluto da empresa, tendo a posse da maioria dos votos ( $CV > 50\%$ ).
- ii. As evidências obtidas no mercado brasileiro não confirmam os resultados encontrados no mercado americano, no qual foi observada a influência positiva da divergência entre direitos sobre a informatividade dos dividendos. As evidências encontradas por Francis *et al.* (2005), no mercado americano, confirmaram a maior informatividade dos dividendos para uma amostra de empresas que emitem mais de uma classe de ações, com direitos divergentes sobre votos e fluxo de caixa. No mercado brasileiro, essa hipótese não foi confirmada.
- iii. Entre as variáveis de controle sugeridas, confirmou-se no mercado brasileiro a influência das variáveis Market-to-book (MTB) e Perdas (NEG), sobre a

informatividade dos lucros contábeis. Estas evidências indicam que a informatividade é maior para empresa com maiores oportunidades de crescimento (maior Market-to-book). Os resultados também confirmam a influência negativa das perdas, que representam os prejuízos, sobre a informatividade dos lucros contábeis. Os resultados encontrados sobre as variáveis Market-to-book e Perdas confirmam as evidências registradas na literatura internacional.

- iv. Os resultados encontrados sugerem que, na ocorrência simultânea de lucros e dividendos, os lucros contábeis são mais relevantes do que os dividendos para explicar os retornos das ações. Esta evidência pode ser uma indicação da interferência das normas societárias do mercado brasileiro relativas à constituição dos dividendos sobre a formação das expectativas dos investidores. Como existe a figura do dividendo obrigatório no mercado brasileiro, a divulgação de lucro contábil provoca conseqüentemente a constituição de dividendos, a serem futuramente distribuídos aos acionistas. Sob este raciocínio, a relevância recai sobre os lucros contábeis, pois a divulgação de lucro corresponderá a uma futura distribuição de dividendos.
- v. Uma hipótese para a explicação da influência positiva da divergência entre direitos de voto e fluxo de caixa sobre a informatividade dos lucros contábeis estaria associada à irrelevância dos dividendos. Como os lucros representam dividendos, parece que os acionistas minoritários agem de maneira a monitorar os lucros e não os dividendos. Sob este raciocínio, quanto maior a divergência entre direitos, maior o monitoramento dos lucros contábeis pelos acionistas minoritários. Então a maior informatividade dos lucros contábeis em empresas que apresentam divergência entre direitos está vinculada ao interesse dos investidores no uso dos lucros como ferramenta para a formação/confirmação das expectativas sobre os dividendos.
- vi. A presença simultânea da concentração de votos e da divergência entre direitos nas estruturas de propriedades da maioria das empresas negociadas na Bovespa reflete o ambiente de governança corporativa existente no mercado acionário brasileiro. Desta maneira, os resultados encontrados nesta pesquisa confirmam indiretamente a influência do ambiente de governança corporativa do mercado brasileiro sobre a informatividade dos lucros contábeis.

- vii. Confirmando os resultados encontrados em trabalhos realizados no mercado brasileiro (SCHIEHLL, 1996; MARTINEZ, 2001; LOPES, 2001; BERNARDO, 2001; SARLO NETO, 2004; LIMA; TERRA, 2004), esta pesquisa corrobora a hipótese de que as informações divulgadas pela contabilidade são importantes para a construção e confirmação das expectativas dos investidores, e de que a contabilidade é relevante para o mercado acionário brasileiro.

### 5.3 Limitações da pesquisa

Sobre o desenvolvimento da pesquisa em relação aos seus objetivos e questões formuladas, devem-se considerar as seguintes limitações de pesquisa para a análise do conjunto de evidências encontradas:

- 1) Função da contabilidade: dentro do escopo desta pesquisa, a contabilidade foi abordada unicamente como um meio, um canal de informação (*information approach*). Outras abordagens da contabilidade, tais como sistema de controle ou sistema de desempenho, foram desconsideradas.
- 2) Amostra: as evidências e os comentários finais deste trabalho se referem à amostra de trabalho utilizada. Qualquer comparação ou generalização com outros trabalhos deve ocorrer com a observância desta limitação.
- 3) Seleção dos acionistas controladores: a figura do acionista controlador é uma peça chave para esta pesquisa. Todas as variáveis relativas à estrutura de controle, concentração de votos e divergências dos direitos foram mensuradas sobre a posição deste acionista controlador, que nesta pesquisa foi definido como maior acionista controlador (MAC). Esta escolha foi baseada na premissa de que, quando há um grupo de acionistas controladores, espera-se que o maior acionista, aquele que possui a maior quantidade de votos, exerça uma liderança natural, fazendo com que as decisões sejam tomadas por ele, ou em torno deles.
- 4) Acordo de acionistas: desconsiderou-se a presença da figura do acordo de acionistas por razões técnicas. Como a pesquisa procura verificar a influência da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) em duas situações, considerando o excesso de votos ou não. A adoção da posição acionária dos acionistas envolvidos com o acordo de acionistas, ao invés da posição do maior acionista controlador (MAC), como referência

para o cálculo da concentração de votos, inviabilizaria a verificação da situação com o excesso de votos, pois, com a sua adoção como referência, a maioria dos valores calculados registrariam valores superiores ao estipulado (50%) para que houvesse a configuração do excesso de voto.

- 5) Foco da pesquisa: o estudo está focado nas informações contábeis disponibilizadas aos seus usuários, nos preços das ações e em dois aspectos específicos da estrutura de propriedade presente nas empresas negociadas na Bovespa, a concentração dos votos e a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa). A influência de outros fatores, além dos aplicados neste estudo foi desconsiderada.
- 6) Metodologia: este estudo adota metodologia similar às aplicadas em outras pesquisas presentes na literatura internacional, empregada com sucesso em pesquisas realizadas no mercado americano e no mercado asiático. Entretanto a metodologia adotada exige um nível semiforte de eficiência informacional para o mercado brasileiro.
- 7) Viés de sobrevivência: como a amostra de trabalho selecionada compreende uma parte das ações negociadas no mercado brasileiro durante o período analisado, existe o risco da amostra selecionada não representar resultados consistentes para o conjunto de todas as ações negociadas no mercado acionário brasileiro.

Apesar das limitações, espera-se que elas não representem ou não tenham a capacidade de significar uma restrição que possa invalidar as evidências levantadas por esta pesquisa.

#### **5.4 Sugestões para pesquisas futuras**

Em toda a sua amplitude, o estudo procurou levantar evidências com o propósito de responder às hipóteses de pesquisa. Porém, ainda existe um grande número de questões relacionadas ao tema estudado a que se precisa responder. Com intenção de incentivar estudos sobre o tema, seguem algumas idéias para novas pesquisas:

- Estender a análise da relação entre a informatividade e as variáveis concentração dos votos e divergência entre direitos de votos e fluxo de caixa, considerando-se o acordo de acionistas, no qual seriam apuradas as participações nos votos e fluxos de caixa de todos os acionistas controladores e não apenas do maior acionista controlador (MAC).

- Analisar outros tipos de equações para os modelos adotados para estimar a relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis. Este estudo se restringiu a abordar a relação entre a informatividade e a estrutura de propriedade apenas pela forma linear. Wang (2006) constatou, no mercado americano, que a relação entre a informatividade e a concentração de votos pode ser representada, além da equação linear, por uma equação quadrática.
- Investigar a influência da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) sobre o deslocamento da informatividade do lucro contábil em relação a outras informações contábeis, além do dividendo. Por exemplo, existe diferença significativa entre a informatividade do lucro contábil e a do patrimônio líquido?
- Analisar a influência da estrutura de propriedade, considerando-se a identidade dos controladores. Por exemplo, os lucros contábeis divulgados por empresas que possuem controle familiar ou estatal apresentam menor informatividade do que os divulgados por empresas controladas por investidores institucionais?
- Estudar a influência de outros fatores que podem ser relacionados à informatividade e à estrutura de propriedade. Se a participação de investidores institucionais é uma *proxy* para monitoramento/acompanhamento pelos analistas, então as demonstrações divulgadas por empresas que possuem grande participação de investidores institucionais devem apresentar um alto nível de informatividade?
- Verificar o impacto de outros vetores de governança corporativa além da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, utilizada nesta pesquisa. Qual o impacto da emissão de ADR's sobre a relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis?
- Adotar outras técnicas econométricas. Uma alternativa seria o uso da técnica HLM – Modelos Hierárquicos Lineares (RAUDENBUSH; BRIK, 2002; SOTO; MORERA, 2005) que possibilitaria a estimação, simultaneamente, tanto da influência da estrutura de controle direta quanto da estrutura indireta sobre a informatividade dos lucros contábeis.

Assim, espera-se que as evidências encontradas neste trabalho contribuam para aumentar o conhecimento do papel e da importância das informações divulgadas pela contabilidade para o mercado acionário brasileiro, e que de tenha atingido sua finalidade de contribuir para a literatura de pesquisa de contabilidade no Brasil.





**REFERÊNCIAS**

ABDEL-AZIM, Mohamed Hassan; ELDOMIATY, Tarek Ibrahim. *Informativeness of accounting information to shareholders in Egypt: perspectives from the most actively trading firms*. **Scientific Journals International**, v. 1, Issue 1, 2007.

ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. A Estrutura de propriedade e controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**. São Paulo: v. 25, n. 2 (98), p. 115-137, abr./jun. 2005.

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, Spring 2000.

ANDRADE, Adriana de; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira, 1999.

ANTUNES, Gustavo; COSTA, Fabio Moraes da. Governança e Qualidade da informação contábil: uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. **Dividendos: teoria e prática**. Ribeirão Preto: Inside Books, 2007.

\_\_\_\_\_. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

\_\_\_\_\_. **Mercado financeiro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

ATIASE, Rowland. *Predisclosure information, firm capitalization and security price behavior around earnings announcements*. **Journal of Accounting Research**, p. 21-36. Spring 1985.

BABYLON. **Dicionário de termos em inglês**. Disponível em <<http://www.babylon.com.br>>. Acesso em: 21/12/2007.

BALL, Ray; BROWN, Philip. *An empirical evaluation of accounting income numbers*. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 159-178, 1968.

BALL, Ray; KOTHARI, S.P.; ROBIN, Ashok. *The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings*. **Journal of Accounting and Economics**, 2000.

BARTH, Mary E.; BEAVER, William H.; HAND, J. R. M.; LANDSMAN, Wayne R. *Accruals, cash flows, and equity values*. **Review of Accounting Studies**, v. 3, p. 205-229, 1999.

BARTH, Mary E.; BEAVER, William H.; LANDSMAN, Wayne R. *The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 77-104, 2001.

BASU, Sudpita. *The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings*, **Journal of Accounting and Economics Conference**, 1995.

\_\_\_\_\_. *The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings*. **Journal of Accounting and Economics**, p. 78-90, 1997.

BEAVER, William H. *The information content of annual earnings announcements*. **Journal of Accounting Research**, v. 6, Issue Empirical Research in Accounting Selected Studies, p. 67-92, 1968.

BEAVER, William H.; CLARKE, R.; RIGHT, W. *The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings*. **Journal of Accounting Research**, v. 17, p. 316-340, Autumn 1979.

BERLE, Adolph; MEANS, Garnier. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan, 1932.

BERNARDO, Heloisa Pinna. **Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais – um estudo de evento**. São Paulo, 2001. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

BOARD, J. G. L.; WALKER, M. *Intertemporal and cross-sectional variation in the association between unexpected accounting rates of returns and abnormal returns*. **Journal of Accounting Research**, v. 28, n. 1, Spring 1990.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Comparativo entre segmentos**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>> Acesso em: 09/2008.

BONOMO, Marco (Org.). **Finanças aplicadas ao Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, 2002.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei nº 6.404/1976**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)>. Acesso em: 13/06/2008.

\_\_\_\_\_. Congresso Nacional. **Lei nº 10.303/2001**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm)>. Acesso em: 21/06/2008.

BROWN, Philip. *The impact of the annual net profit report on the stock market*. **The Australian Accountant**, p. 277-283, Jul. 1970.

BUSHMAN, Robert; CHEN, Qi; ENGEL, Ellen; SMITH, Abbie. *Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, p. 167-201, 2004.

BUSHMAN, Robert M.; PIOTROSKI, Joseph, SMITH, Abbie. *What determines corporate transparency?* **Journal of Accounting Research**, v. 42 (2), p. 207-252, 2004.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie. *Financial accounting information and corporate governance*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 237-333, 2001.

BUSSAB, Wilton de O.; MORETIN, Pedro A. **Estatística básica**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz. Estrutura de controle e valor das empresas. In: LEAL, R. P. C.; FERREIRA, V.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L (Org.). **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. Rio de Janeiro: EPapers Serviços Editoriais Ltda, 2002.

\_\_\_\_\_. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP – RAUSP**. São Paulo: v. 39, n. 4, p.348-361, out./nov./dez. 2004.

CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. *Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil*. **Relatório COPPEAD**. Rio de Janeiro: n. 358, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=477302>>. Acesso em: 08/07/2005.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil*. **Revista Brasileira de Finanças – RBFin**. Rio de Janeiro: v. 1, n. 1, p. 1-18, Jun. 2005.

CASTRO, Claudio de Moura. **A prática da pesquisa**. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1978.

CHANEY, Paul; JETER, D. *The effect of size on the magnitude of long-window earnings response coefficients*. **Contemporary Accounting & Economics**, v. 28 (2), p. 83-115, 1992.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P.H.; LANG, Larry H. P. *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*. **Journal of Finance**, v. 57 (6), p. 2741-2771, Dec. 2002b.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry. *The separation of ownership and control in East Asian corporation*. **Working Paper**, World Bank and Chinese University of Hong Kong. 2000.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry. *Corporate governance in Asia: a survey*. **Internacional Review of Finance**, v. 3, n. 2, p. 71, June. 2002a.

COLLINS, Daniel; KOTHARI, S.P. *An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficient*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 11, p. 143-81, 1989.

COLLINS, Daniel; PINCUS, Morton; XIE, Hong. *Equity valuation and negative earnings: role of book value of equity*. **The Accounting Review**, v. 74, p. 29-61, 1999.

COSTA, Alexandra Cristina de Oliveira. **Conservadorismo e os países da América do Sul: um estudo da aplicação do conservadorismo em cinco países da América do Sul**. Vitória, 2004, 92p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - Fucape.

DAMI, Anamelia Borges Tannús; ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina Souza; SOUSA, A. F. Governança corporativa e estrutura de propriedade no Brasil: causas e conseqüências. *In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS*, 6., 2006, Vitória. **Anais...** Vitória: SBFIn, 2006.

DAMI, Anamelia Borges Tannús; ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina Souza; MENDES-DA-SILVA, Wesley. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. *In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis FEA/USP, 2006.

DHALIWAL, Dan; LEE, K.; FARGHER, Neil. *The Association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage*. **Contemporary Accounting Research**, v. 8, p. 20-41, 1991.

EASTON, Peter D. *Security returns and the value relevance of accounting data*. **Accounting Horizons**, v. 13 (7), p. 399-412, 1999.

EASTON, Peter D.; HARRIS, T. *Earnings as an explanatory variable for returns*. **Journal of Accounting Research**, v. 29 (1), p. 19-36, 1991.

EASTON, Peter D.; SOMMERS, Gregory A. *Scale and scale effects in market-based accounting research*. **Working Paper**, Ohio State University, 2000.

EASTON, Peter D.; ZMIJEWSKI, Mark E. *Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 11, p. 117-141, 1989.

FAMA, Eugene; MACBETH, James. *Risk, return and equilibrium: empirical tests*. **Journal of Political Economy**, v. 81, p. 607-636, 1973.

FAN, Joseph; WONG, T. J. *Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p. 401-425, 2002.

FÁVERO, Luiz Paulo. **Modelos hierárquicos lineares**. Notas de aula. Universidade de São Paulo – USP. Jul. 2008.

FEIGL, Dilza Maria. **Uma investigação sobre o efeito contágio nas empresas negociadas no mercado acionário brasileiro e auditadas pela Arthur Andersen**. Vitória, 2006, 109 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE.

FERRI, Melícia; SOARES, Rodrigo Oliveira. A presença de investidores institucionais e o foco no curto prazo: um estudo nas empresas negociadas na Bovespa. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

FIRTH, M., *The relative information content of the release of financial results data by firms*. **Journal of Accounting Research**, v. 19, p. 521-529, Autumn 1981.

FORSGARDH, I.E.; HERTZEN, K.. *The adjustment of stock prices to new information*. *In: ELTON, E.J.; GRUBER, M. J. (Eds.). International capital markets*. Amsterdam: North-Holland, 1975. p. 68-86.

FOSTER, George. *Accounting earnings and stock prices of insurance companies*. **The Accounting Review**, v. 50, p. 686-698, Oct. 1975.

FRANCIS, Jennifer; SCHIPPER, Katherine. *Have financial statements lost their relevance?* **Journal of Accounting Research**, v. 37, p. 319-352, 1999.

FRANCIS, Jenniger; SCHIPPER, Katherine; VINCENT, Linda. *Earnings announcement and competing information*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p. 313-342, 2002.

FRANCIS, Jennifer; SCHIPPER, Katherine; VINCENT, Linda. *Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, p. 329-360, 2005.

FREEMAN, Robert. *The Association between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 9, p. 195-228, 1987.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

GOMES, Armando. *Going public without governance: managerial reputation effects*. **Journal of Finance**, v.55, p. 615-646, 2000.

GREENE, William H. **Econometric analysis**. 3. ed. New Jersey: Prentice-Hall, 1997.

GUIMARÃES, Sérgio Földes; NESS, Walter Lee. Desempenho relativo de ações ordinárias e preferenciais. *In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS*, 1., 2001, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SBFIn, 2001.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. São Paulo: Makron Books, 2000.

\_\_\_\_\_. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAGE, Abel Teixeira; PAGLIARUSSI, Marcelo Sanches. A influência da concentração do controle acionário no valor das empresas, calculado com base no Modelo de Ohlson. *In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 6., 2006, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis FEA/USP 2006. CD-ROM.

HAIR, Joseph F.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L.; BLACK, William C. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HARRIS, T.S.; LANG, M.; MOLLER, H.P. *The Value relevance of German accounting measures: an empirical analysis*. **Journal of Accounting Research**, v. 32, n. 2, p. 187-209, Autumn 1994.

HAYN, Carla. *The Information content of losses*. **Journal of Accounting and Economics**. v. 20, p. 125-153, 1995.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDÁ, Michael F. **Teoria da contabilidade**. Tradução de Antonio Zoratto Sanvincente. São Paulo: Atlas, 1999.

HOLMSTROM, B.; MILGROM, P. *Aggregation and lenarity in the provision of intertemporal incentives*. **Econometrica**, v. 55, p. 303-328, 1987.

INFOINVEST. Disponível em: <[www.infoinvest.com.br](http://www.infoinvest.com.br)>. Acesso em: 28 ago. 2008.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARION, José Carlos. **Introdução à teoria da contabilidade para o nível de graduação**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, E.R. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. **Journal of Finance Economics**, v. 3, p.305-360, 1976.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *Specific and general knowledge, and organizational structure*. In: WERIN, L.; WIJKANDER, H. (Eds.). **Contract economics**. Oxford: Blackwell, p. 251-274, 1992.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *The natures of man*. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, p. 4-19, 1994.

JUNG, Kooyul; KWON, Soo Young. *Ownership structure and earnings informativeness Evidence from Korea*. **The International Journal of Accounting**, v. 37 (3), p. 301-325. 2002.

KLEIN, April. "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management." **Journal of Accounting & Economics**, v. 33, p. 375-400. 2002.

KNIGHT, R.F. *The Association between published accounting data and the behavior of share prices*. **Unpublished doctoral thesis**. Cape Town: University of Cape Town, 1983.

KOTHARI, S.P. **Capital markets research in accounting**. Cambridge: Dez. 2000. Disponível em: <<http://web.mit.edu/kothari/www>>. Acesso em: 23 maio 2002.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Low and finance*. **Journal of Political Economy**, v.106, n.6, p.1113-1155. Dec. 1998.



LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei. *Corporate ownership around the world*. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p.471-517, Apr. 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Investor protection and corporate governance*. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LAMBERT, Richard A. *Contracting theory and accounting*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32 (1), p. 3-87, Dec. 2001.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; CARVALHAL, André; ALOY JUNIOR, R.; LAPAGESSE, G.; Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD*, 24., 2000, Florianópolis. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2000. CD-ROM.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; CARVALHAL, André Luiz; VALADARES, Silvia Mourthé; Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. **Revista Administração Contemporânea – RAC**. Rio de Janeiro: v. 6, n. 1, p. 7-18, jan./abr. 2002.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas – RAE Eletrônica**. São Paulo: v. 2, n. 2, Jul-Dez 2003. Disponível em: <<http://www.rae.com.br>>. Acesso em: 10/10/2004.

LEFORT, F. *Estructura de la propiedad y gobierno corporativo em los países latino-americanos: um panorama empírico*. “White paper” sobre gobierno corporativo em América Latina. Paris: Éditions de l’OCDE, 2004.

LENNOX, Clive S.; PARK, Chul W. *The informativeness of earnings and management’s issuance of earnings forecasts*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, p. 439-458, 2006.

LEV, Baruch; AMIR, Eli. *Value Relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, 1996.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. **Utilização da teoria da divulgação para a avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. São Paulo, 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LIMA, João Batista Nast de; TERRA, Paulo Renato Soares. A reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD*, 28, 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: 2004.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

\_\_\_\_\_. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na BOVESPA. **Revista de Contabilidade & Finanças – USP**. São Paulo: v.40, p.52-60, jan./abr. 2006.

MAGEE, Robert P. *Discussion of contracting theory and accounting*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32 (1), p. 89-96, Dec. 2001.

MARTINEZ, Antônio Lopo. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das empresas abertas brasileiras**. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual de elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

\_\_\_\_\_. **Manual de elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. W. *Management ownership and market valuation: an empirical analysis*. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

MORCK, Randall; WOLFNZON, D.; YEUNG, B. *Corporate governance, economic entrenchment and growth*. **Journal of Economics Literature**. 2005.

MORCK, Randall; YEUNG, B.; YU, W. *The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements?* **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 215-260, 2000.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; SILVA, Ricardo Luiz Menezes da; NAKAO, Silvio Hiroshi. Impacto da dispersão de propriedade e controle no valor de mercado e no desempenho das empresas brasileiras. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD*, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007a.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; SILVA, Ricardo Luiz Menezes da; RIBEIRO, Evandro Marco Seidel; NAKAO, Silvio Hiroshi. Mecanismos de governança corporativa e a relação com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD*, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007b.

NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. (Orgs.). **Controladoria: um enfoque na eficácia organizacional**. São Paulo: Atlas, 2007.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

OKIMURA, Rodrigo Takashi; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; ROCHA, Keyler Carvalho. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD*, 28., 2004, Curitiba. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. CD-ROM.

OKIMURA, Rodrigo Takashi; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; ROCHA, Keyler Carvalho. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista Administração Contemporânea – RAC-Eletrônica**. Rio de Janeiro: v.1, n.1, p. 119-135, jan./abr. 2007.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. **Econometria: modelos e previsões**. Rio de Janeiro: Campus, 2004.

PIOTROSKI, Joseph D.; WONG, T.J.; ZHANG, Tianyu. *The financial reporting of state-controlled firms: evidence from China*. **Working Paper**. June. 2007.

PIRES, Mirian Albert. **ADRs e governança corporativa: um estudo de eventos sobre o comportamento das ações negociadas no Brasil**. Vitória, 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - Fucape).

PROCIANOY, Jairo. Conflitos de interesse: investidor/controlador. *In: LEAL, R. P. C.; FERREIRA, V.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L (Org.). Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: EPapers Serviços Editoriais Ltda, 2002.

RABELO, Flavio; SILVEIRA, José Maria da. Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. **Texto para Discussão**. IE/UNICAMP, Campinas, n. 77, jul. 1999.

RABELO, F. M.; COUTINHO, L. *Corporate governance in Brazil*. In: **Policy dialogue meeting on corporate governance in developing countries and emerging economies**. OCDE Development Centre, 2001.

RAUDENBUSH, Stephen; BRYK, Anthony. **Hierarchical linear models: applications and data analysis methods**. 2nd ed. Thousand Oaks: Sage Publications, 2002.

RAUDENBUSH, Stephen; BRYK, Anthony; CHEONG, Yuk. Fai; CONGDON, Richard; du TOIT, M. **HLM 6: hierarchical linear and nonlinear modeling**. Lincolnwood: Scientific Software International Inc., 2004.

ROE, Mark J. **Strong managers, weak owner – the political roots of american corporate finance**. Princeton, NJ: Princeton University Press. 1994

ROGERS, Pablo; DAMI, Anâmélia Borges; RIBEIRO, Kárem Cristina Souza; SOUSA, Almir Ferreira. **Corporate governance and ownership structure in Brazil: causes and consequences**. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=976198>>. Acesso em: 21/12/07.

ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina Souza; SOUSA, Almir Ferreira. Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 29., 2005, Brasília. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2005.

ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina Souza; SOUSA, Almir Ferreira. Variáveis influenciadoras da governança corporativa no Brasil: Análise comparativa do IGC e do Ibovespa. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5., 2005, São Paulo. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2005.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSS, S. A.; WASTERFIELD, R.; JAFFE, J. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SAITO, Richard. Valor do voto. In: LEAL, Ricardo Pereira Câmara; FERREIRA, V.; CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz (Orgs.). **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.

SANTANA-MARTÍN, Domingo J.; BONA-SANCHEZ Carolina; PÉREZ-ALEMÁN, Jerónimo. *Family control and the informativeness of accounting earnings in Spain*. **Working**

**Paper.** Department of Financial. Economics and Accounting, University of Las Palmas de Gran Canaria. 2007.

SANT'ANNA, Dimitri Pinheiro de. **A relevância das informações contábeis na Bovespa:** avaliação dos modelos de residual income valuation e abnormal earnings growth. Vitória, 2004, 149 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - Fucape.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo. **Fundamentos de contabilidade societária.** Coleção Resumos de Contabilidade; v. 5. São Paulo: Atlas, 2005.

SARLO NETO, Alfredo. **A reação dos preços à divulgação dos resultados contábeis:** evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro. Vitória, 2004. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Capixaba de Pesquisa em Economia, Contabilidade e Finanças – Fucape

SARLO NETO, Alfredo; LOPES, Alexsandro Broedel. O impacto da regulamentação sobre a relação entre lucro e retorno das ações das empresas dos setores elétrico e financeiro no Brasil. *In:* ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 26. 2002, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2002.

SARLO NETO, Alfredo; LOPES, Alexsandro Broedel; LOSS, Lenita; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista de Contabilidade & Finanças – USP.** São Paulo: v. 37, p. 46-58, jan. 2005.

SARLO NETO, Alfredo; LOSS, Lenita; NOSSA, Valcemiro; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo. Uma investigação sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis no mercado acionário brasileiro. *In:* CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 3., 2003, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2003. CD-ROM.

SCHIEHL, Eduardo. **O efeito da divulgação das demonstrações financeiras:** um estudo sobre a variação das ações. Porto Alegre, 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa da Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *A survey of corporate governance.* **Journal of Finance**, v. LII, n. 2, 1997.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES.** Rio de Janeiro: v. 5, n. 9, jun. 1998.

SILVA, Fabiana Lopes da; CHAN, Betty Lilian; FURUTA, Fernanda; MARTINS, Gilberto de Andrade. Influências do Controle Acionário no Disclosure de Informações Contábeis. ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD. 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 22 a 26 de setembro de 2007.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo, 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

\_\_\_\_\_. **Governança corporativa em empresas de controle familiar** – casos de destaque no Brasil. São Paulo: Saint Paul, 2007.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres; FAMÁ, Rubens. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças – RBFin**. Rio de Janeiro: v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; LANZANA, Ana Paula; BARROS, L.; FAMÁ, Rubens. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da USP – RAUSP**. São Paulo: v.39, n.4, p.362-372, out./nov./dez. 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Governança corporativa, capitalização de mercado e política de dividendos no Brasil. **Working Paper, COPPEAD**, 2004.

SILVEIRA, H. P.; BARROS, Lucas Ayres C.; FAMÁ, Rubens. Qualidade da governança corporativa no Brasil e os fatores que a determinam. *In*: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 28., 2004, Curitiba. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. CD-ROM.

SIQUEIRA, Aieda Batista de; KALATSIS, Aquiles Elie Guimarães; TOLEDO, Franklina Maria Bragion de. Boas práticas de governança corporativa e otimização de portfólio: uma análise comparativa. **Revista Economia**. Brasília: v. 7, n. 3, p. 521-544, set./dez. 2007.

SIQUEIRA, Tagore Villarim de. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro: v. 5, n. 10, p. 37-62, dez. 1998.

SOARES, Ilton G.; CASTELAR, I. **Econometria aplicada com o uso do Eviews**. Fortaleza: UFC/CAEN, 2003.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTANO, Luciano Martin; SOARES, Karine Talamini Costa. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. *In*: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 26. 2002, Salvador. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2002. CD-ROM.

SOTO, J. L. G.; MORERA, M. C. *Modelos jerárquicos lineales*. Madrid: La Muralla, 2005.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. **Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 2005.

SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS – SBFIN, 2.*, 2001, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2001.

STOCK, James H.; WATSON, Mark W. **Econometria**. Tradução de Mônica Rosenberg; Revisão Técnica de Eliezer Martins Diniz. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

STRONG, N.; WALKER, M. *The explanatory power of earnings for stock returns*. **The Accounting Review**, v. 66, n. 2, Apr. 1993.

TERRA, Paulo Renato Soares. **O valor de mercado do controle de companhias abertas – evidências empíricas dos custos e benefícios dos direitos de voto das ações no Brasil**. Porto Alegre, 1993. Dissertação (Mestrado em Administração). Programa de Pós-Graduação em Administração – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista de Contabilidade & Finanças – USP**. São Paulo: n. 42, p. 35-49, set/dez. 2006.

VALADARES, Silvia Mourthé; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Estrutura de propriedade e de controle das empresas brasileiras. **Working Paper**, COPPEAD, 2000.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *Ownership and control of Brazilian companies*. **Social Science Research Network**, Electronic Paper Collection, New York, USA. 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=213409>>. Acesso em: 08/07/2005.

WANG, Dechun. *Founding family ownership and earnings quality*. **Journal of Accounting Research**, v. 44, p. 619-656, Apr. 2006.

WARFIELD, Terry; WILD, John J.; WILD, Kenneth. *Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings*. **Journal of Accounting and Economics**, p. 61-91, 1995.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory**. New Jersey: Princete-Hall, 1986.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

## APÊNDICES

APÊNDICE 1 – AMOSTRA DE TRABALHO

APÊNDICE 2 – SELEÇÃO DE VARIÁVEIS DE CONTROLE

APÊNDICE 3 – TESTE DE HETEROCEDASTICIDADE

APÊNDICE 4 – ESTATÍSTICAS DAS VARIÁVEIS CONCENTRAÇÃO DE VOTOS (CV)  
e ÍNDICE DE DIVERGÊNCIA ENTRE DIREITOS (IDD)

APÊNDICE 5 – RESULTADOS DOS MODELOS ESTIMADOS



## APÊNDICE 1 – AMOSTRA DE TRABALHO

n	Codigo	Setor	Ano	Divulg	RA	LLA	DIVA	TAM	MTB	END	CV	IDD	GOV
1	ACES4	Siderur & Metalur	2000	23/03/01	0.05	-0.01	0.02	14.20	0.60	0.73	0.25	0.30	Bov
2	ACES4	Siderur & Metalur	2001	28/03/02	-0.14	-0.24	0.01	14.14	0.45	0.76	0.25	0.29	Bov
3	ACES4	Siderur & Metalur	2002	27/03/03	0.63	-0.31	0.00	13.78	0.82	0.80	0.25	0.29	Bov
4	ACES4	Siderur & Metalur	2003	01/04/04	-0.18	0.17	0.00	14.09	1.17	0.80	0.26	0.29	Bov
5	ACES4	Siderur & Metalur	2004	18/03/05	1.15	0.28	0.00	14.71	1.89	0.73	0.33	0.29	Bov
6	ACES4	Siderur & Metalur	2005	24/03/06	-0.56	0.11	0.00	15.54	0.92	0.61	0.91	0.39	Bov
7	ACES4	Siderur & Metalur	2006	23/03/07	0.22	0.14	0.00	15.33	1.47	0.46	0.96	0.40	Bov
8	AELP3	Energia Elétrica	2004	01/03/05	1.00	-0.17	0.00	12.74	4.60	0.96	0.49	0.08	Bov
9	GETI4	Energia Elétrica	2006	06/03/07	0.13	0.06	0.06	16.08	8.90	0.81	0.71	0.26	Bov
10	ALPA4	Textil	2006	02/03/07	0.11	0.05	0.02	14.78	3.03	0.42	0.67	0.37	N1
11	AMBV4	Alimentos e Beb	2000	08/03/01	1.30	0.03	0.01	16.51	5.88	0.85	0.41	0.60	Bov
12	AMBV4	Alimentos e Beb	2001	05/03/02	0.07	0.02	0.01	17.41	5.16	0.64	0.39	0.79	Bov
13	AMBV4	Alimentos e Beb	2002	24/02/03	0.37	0.04	0.01	17.36	4.88	0.70	0.39	0.79	Bov
14	AMBV4	Alimentos e Beb	2003	23/11/04	-0.25	0.04	0.03	17.48	6.35	0.67	0.37	0.22	Bov
15	AMBV4	Alimentos e Beb	2005	22/02/06	0.06	0.01	0.01	18.43	2.95	0.49	0.37	0.22	Bov
16	AMBV4	Alimentos e Beb	2006	01/03/07	0.13	0.03	0.02	18.43	3.49	0.41	0.37	0.20	Bov
17	ARCZ6	Papel e Celulose	2000	17/01/01	-0.29	0.04	0.01	16.26	1.20	0.45	0.28	0.29	Bov
18	ARCZ6	Papel e Celulose	2001	14/01/02	0.78	0.03	0.02	15.83	1.64	0.39	0.28	0.29	Bov
19	ARCZ6	Papel e Celulose	2002	29/04/03	0.32	0.00	0.02	16.26	3.08	0.53	0.28	0.29	N1
20	ARCZ6	Papel e Celulose	2003	27/01/04	-0.84	0.05	0.03	16.60	3.89	0.63	0.28	0.29	N1
21	ARCZ6	Papel e Celulose	2004	25/02/05	-0.26	0.04	0.01	17.12	2.99	0.66	0.27	0.26	N1
22	ARCZ6	Papel e Celulose	2005	07/04/06	-0.11	0.04	0.02	17.12	2.27	0.61	0.27	0.26	N1
23	ARCZ6	Papel e Celulose	2006	15/01/07	0.28	0.04	0.02	17.06	2.77	0.56	0.27	0.26	N1
24	ARCE4	Siderur & Metalur	2002	15/03/03	1.57	0.17	0.07	14.43	1.09	0.54	0.59	0.11	Bov
25	ARCE4	Siderur & Metalur	2003	19/03/04	0.15	0.14	0.04	15.41	1.85	0.56	0.69	0.15	Bov
26	ARCE3	Siderur & Metalur	2004	18/04/05	0.56	0.11	0.04	16.03	3.04	0.46	0.66	0.00	Bov
27	ARCE3	Siderur & Metalur	2006	22/02/07	0.34	0.06	0.04	17.38	3.04	0.37	0.66	0.00	Bov
28	BDLL4	Máquinas Indust	2000	23/03/01	0.18	0.12	0.08	11.99	0.42	0.26	0.83	0.61	Bov
29	BOBR4	Química	2005	28/03/06	-0.68	0.03	0.00	12.50	0.12	0.96	0.50	0.58	Bov
30	BOBR4	Química	2006	27/03/07	0.13	-0.73	0.00	12.62	0.12	0.96	0.65	0.43	Bov
31	BRAP4	Outros	2001	03/04/02	-0.20	-0.04	0.00	15.03	0.83	0.86	0.37	0.49	N1
32	BRAP4	Outros	2002	01/04/03	0.04	-0.11	0.00	14.64	0.72	0.79	0.37	0.49	N1
33	BRAP4	Outros	2003	26/04/04	0.13	-0.08	0.00	14.33	1.72	0.84	0.37	0.49	N1
34	BRAP4	Outros	2004	22/04/05	0.25	0.05	0.03	15.05	1.71	0.82	0.37	0.49	N1
35	BRAP4	Outros	2005	13/04/06	0.17	0.08	0.03	15.84	1.96	0.62	0.37	0.49	N1
36	BRAP4	Outros	2006	19/04/07	0.07	0.07	0.03	16.15	2.80	0.58	0.37	0.49	N1
37	BRTP4	Telecomunicações	2000	12/04/01	-0.10	0.02	0.01	16.66	1.26	0.34	0.11	0.87	Bov
38	BRTP4	Telecomunicações	2001	30/03/02	0.14	0.02	0.02	16.43	1.05	0.57	0.11	0.87	Bov
39	BRTP4	Telecomunicações	2002	22/03/03	0.27	0.04	0.03	16.35	1.03	0.59	0.11	0.87	N1
40	BRTP4	Telecomunicações	2003	19/03/04	-0.87	0.01	0.03	16.24	1.25	0.61	0.10	0.63	N1
41	BRTP4	Telecomunicações	2004	31/03/05	-0.36	0.02	0.03	16.47	1.17	0.62	0.10	0.61	N1
42	BRTP4	Telecomunicações	2005	29/03/06	-0.39	0.00	0.06	16.64	1.19	0.67	0.10	0.63	N1
43	BRTP4	Telecomunicações	2006	02/03/07	-0.17	0.03	0.04	16.51	1.26	0.71	0.16	0.63	N1
44	BRTO4	Telecomunicações	2000	30/03/01	-0.09	0.12	0.06	15.11	1.17	0.34	0.06	0.83	Bov
45	BRTO4	Telecomunicações	2001	01/04/02	0.15	0.02	0.01	16.61	1.02	0.43	0.07	0.86	Bov
46	BRTO4	Telecomunicações	2002	21/03/03	0.07	0.04	0.03	16.35	0.90	0.51	0.11	0.74	N1
47	BRTO4	Telecomunicações	2003	19/03/04	-0.71	0.00	0.02	16.33	1.23	0.55	0.11	0.74	N1
48	BRTO4	Telecomunicações	2004	30/03/05	-0.34	0.02	0.03	16.64	1.14	0.57	0.11	0.74	N1
49	BRTO4	Telecomunicações	2005	29/03/06	-0.41	-0.02	0.04	16.54	0.99	0.63	0.11	0.76	N1
50	BRTO4	Telecomunicações	2006	02/03/07	-0.18	0.03	0.03	16.52	1.08	0.67	0.33	0.75	N1
51	BRKM5	Química	2000	26/01/01	0.21	0.09	0.05	14.73	0.46	0.39	0.14	0.68	Bov

52	BRKM5	Química	2001	01/02/02	0.18	-0.01	0.03	14.91	0.37	0.40	0.14	0.66	Bov
53	BRKM5	Química	2002	11/03/03	-0.43	-0.44	0.02	14.59	0.39	0.62	0.33	0.63	Bov
54	BRKM5	Química	2003	25/02/04	0.88	0.10	0.00	14.55	2.12	0.87	0.28	0.67	N1
55	BRKM5	Química	2004	16/02/05	0.66	0.07	0.02	16.16	2.82	0.85	0.28	0.67	N1
56	BRKM5	Química	2005	09/02/06	-0.86	0.02	0.01	17.07	1.42	0.72	0.50	0.41	N1
57	BRKM5	Química	2006	12/02/07	-0.21	0.01	0.00	16.65	1.20	0.71	0.59	0.65	N1
58	CMET4	Mineração	2001	27/02/02	0.18	0.09	0.04	13.71	1.21	0.66	0.50	0.66	Bov
59	CMET4	Mineração	2002	26/02/03	0.76	-0.30	0.02	13.88	3.79	0.67	1.00	0.40	Bov
60	CMET4	Mineração	2003	19/03/04	1.13	0.21	0.01	14.54	5.06	0.78	1.00	0.40	Bov
61	CMET4	Mineração	2004	11/03/05	0.83	0.12	0.08	15.42	6.85	0.64	1.00	0.40	Bov
62	CCRO3	Transporte Serviç	2004	14/02/05	1.03	0.12	0.09	14.60	5.45	0.72	0.16	0.00	NM
63	CCRO3	Transporte Serviç	2005	17/02/06	0.20	0.09	0.03	15.58	5.43	0.63	0.16	0.00	NM
64	CCRO3	Transporte Serviç	2006	27/02/07	0.19	0.07	0.05	15.82	7.42	0.60	0.16	0.00	NM
65	CLSC6	Energia Elétrica	2000	30/03/01	0.11	0.00	0.00	14.29	0.39	0.55	0.80	0.58	Bov
66	CLSC6	Energia Elétrica	2001	14/04/02	0.12	0.03	0.00	14.22	0.33	0.67	0.80	0.58	Bov
67	CLSC6	Energia Elétrica	2002	15/04/03	-0.08	-0.34	0.00	13.66	0.65	0.74	0.80	0.58	N2
68	CLSC6	Energia Elétrica	2003	29/03/04	0.30	0.18	0.03	13.75	0.80	0.72	0.80	0.58	N2
69	CLSC6	Energia Elétrica	2004	08/05/05	-0.20	0.12	0.03	14.33	0.89	0.70	0.80	0.58	N2
70	CLSC6	Energia Elétrica	2005	11/04/06	0.47	0.09	0.02	14.63	1.04	0.68	0.80	0.58	N2
71	CLSC6	Energia Elétrica	2006	12/04/07	0.07	0.11	0.03	14.51	1.09	0.66	0.50	0.60	N2
72	ENMA3	Energia Elétrica	2006	06/03/07	-0.20	0.04	0.04	15.22	5.71	0.70	0.86	0.02	Bov
73	CMIG4	Energia Elétrica	2000	19/04/01	0.14	0.04	0.02	16.15	0.57	0.34	0.51	0.54	Bov
74	CMIG4	Energia Elétrica	2001	19/04/02	0.48	0.06	0.03	15.92	0.76	0.34	0.51	0.53	N1
75	CMIG4	Energia Elétrica	2002	31/03/03	-0.06	-0.10	0.02	16.14	0.75	0.48	0.51	0.53	N1
76	CMIG4	Energia Elétrica	2003	31/03/04	0.16	0.15	0.04	15.91	1.30	0.59	0.51	0.56	N1
77	CMIG4	Energia Elétrica	2004	19/04/05	0.29	0.10	0.05	16.49	1.45	0.56	0.51	0.56	N1
78	CMIG4	Energia Elétrica	2005	08/04/06	0.19	0.10	0.10	16.80	2.14	0.57	0.51	0.56	N1
79	CMIG4	Energia Elétrica	2006	09/04/07	0.01	0.06	0.05	17.16	2.26	0.64	0.51	0.56	N1
80	CESP5	Energia Elétrica	2000	22/03/01	1.60	-0.22	0.00	14.43	0.16	0.45	0.61	0.37	Bov
81	CESP5	Energia Elétrica	2001	15/03/02	-0.25	-0.26	0.00	14.95	0.14	0.51	0.61	0.37	Bov
82	CESP5	Energia Elétrica	2003	26/03/04	0.00	0.49	0.00	14.06	0.19	0.64	0.61	0.37	Bov
83	CESP5	Energia Elétrica	2004	24/03/05	-0.34	0.01	0.00	14.68	0.17	0.64	0.71	0.24	Bov
84	CESP5	Energia Elétrica	2005	24/03/06	1.14	-0.09	0.00	14.59	0.20	0.64	0.94	0.64	Bov
85	CESP5	Energia Elétrica	2006	22/03/07	-0.32	-0.05	0.00	14.74	0.64	0.48	0.94	0.62	N1
86	CHAP4	Alimentos e Beb	2000	10/04/01	0.27	-0.03	0.00	13.88	4.72	0.90	0.50	0.02	Bov
87	CHAP4	Alimentos e Beb	2001	27/04/02	-0.38	-0.06	0.00	13.77	8.90	0.88	0.50	0.02	Bov
88	COCE5	Energia Elétrica	2004	29/03/05	0.03	0.02	0.02	14.28	0.56	0.51	0.50	0.38	Bov
89	COCE5	Energia Elétrica	2005	16/03/06	0.91	0.08	0.10	14.67	1.51	0.52	0.58	0.38	Bov
90	COCE5	Energia Elétrica	2006	20/04/07	0.24	0.10	0.09	14.92	2.28	0.69	0.77	0.39	Bov
91	CGAS5	Petróleo e Gas	2001	28/03/02	-0.43	0.05	0.01	14.13	1.32	0.52	0.73	0.17	Bov
92	CGAS5	Petróleo e Gas	2002	27/03/03	-0.22	0.05	0.01	14.59	0.72	0.60	0.73	0.17	Bov
93	CGAS5	Petróleo e Gas	2003	19/03/04	2.76	0.07	0.02	14.20	2.35	0.59	0.73	0.17	Bov
94	CGAS5	Petróleo e Gas	2004	22/03/05	0.27	0.06	0.04	15.19	3.35	0.58	0.73	0.17	Bov
95	CGAS5	Petróleo e Gas	2005	28/03/06	-0.24	0.06	0.06	15.51	3.44	0.66	0.73	0.17	Bov
96	CGAS5	Petróleo e Gas	2006	23/04/07	0.19	0.08	0.03	15.52	4.04	0.64	0.73	0.17	Bov
97	CNFB4	Siderur & Metalur	2000	27/03/01	0.12	0.00	0.04	12.73	0.42	0.39	0.99	0.61	Bov
98	CNFB4	Siderur & Metalur	2001	04/03/02	1.10	0.17	0.07	12.96	0.68	0.42	0.99	0.61	Bov
99	CNFB4	Siderur & Metalur	2002	26/02/03	1.25	0.38	0.09	13.03	1.01	0.55	0.99	0.61	Bov
100	CNFB4	Siderur & Metalur	2003	27/02/04	-0.43	0.04	0.13	13.05	1.36	0.60	0.99	0.61	Bov
101	CNFB4	Siderur & Metalur	2004	23/02/05	0.59	0.03	0.04	13.28	2.45	0.62	0.99	0.61	Bov
102	CNFB4	Siderur & Metalur	2005	23/02/06	-0.06	0.27	0.06	13.86	1.70	0.65	0.99	0.61	Bov
103	CNFB4	Siderur & Metalur	2006	28/02/07	0.22	0.04	0.01	14.64	2.50	0.43	0.99	0.61	Bov
104	CTAX4	Outros	2006	14/03/07	-0.26	0.03	0.00	14.74	1.94	0.40	0.52	0.67	Bov
105	CPL6	Energia Elétrica	2000	14/03/01	0.29	0.04	0.01	16.32	0.88	0.34	0.59	0.47	Bov

106	CPLE6	Energia Elétrica	2001	02/04/02	0.13	0.04	0.01	16.30	0.91	0.38	0.59	0.47	Bov
107	CPLE6	Energia Elétrica	2002	08/04/03	-0.40	-0.02	0.00	16.42	0.58	0.45	0.59	0.47	Bov
108	CPLE6	Energia Elétrica	2003	28/03/05	-0.08	0.02	0.01	15.82	0.77	0.47	0.59	0.47	Bov
109	CPLE6	Energia Elétrica	2004	30/03/05	-0.01	0.04	0.01	16.08	0.62	0.47	0.59	0.47	Bov
110	CPLE6	Energia Elétrica	2005	28/03/06	0.46	0.06	0.01	15.97	0.90	0.49	0.59	0.47	Bov
111	CPLE6	Energia Elétrica	2006	28/03/07	0.15	0.09	0.02	16.43	1.07	0.45	0.59	0.47	Bov
112	CPSL3	Química	2004	31/01/05	1.93	0.27	0.26	14.54	4.92	0.65	0.14	0.41	Bov
113	CPSL3	Química	2005	01/02/06	-0.70	0.10	0.10	15.56	3.78	0.47	0.14	0.41	Bov
114	CPSL3	Química	2006	01/02/07	0.08	0.13	0.14	15.37	4.40	0.43	0.14	0.41	Bov
115	CSAN3	Alimentos e Beb	2006	25/03/07	-0.18	0.03	0.00	15.27	5.65	0.18	0.15	0.00	Bov
116	CSPC4	Siderur & Metalur	2001	19/03/02	-0.01	-0.71	0.00	12.63	1.24	0.81	0.23	0.50	Bov
117	CSPC4	Siderur & Metalur	2003	05/03/04	0.28	0.11	0.00	14.66	2.41	0.85	0.23	0.50	Bov
118	CSPC4	Siderur & Metalur	2004	16/03/05	0.40	0.17	0.02	15.55	2.20	0.81	0.23	0.50	Bov
119	CTNM4	Textil	2002	31/03/03	0.56	0.11	0.04	14.17	1.30	0.27	0.51	0.62	Bov
120	CTNM4	Textil	2003	31/03/04	-0.90	0.06	0.02	14.88	0.96	0.28	0.51	0.62	Bov
121	CTNM4	Textil	2004	30/03/05	-0.15	0.07	0.02	14.67	1.15	0.27	0.51	0.62	Bov
122	CTNM4	Textil	2005	29/04/06	-0.67	0.03	0.01	15.02	0.76	0.30	0.51	0.60	Bov
123	CTNM4	Textil	2006	30/03/07	-0.12	0.02	0.01	14.65	0.84	0.41	0.51	0.60	Bov
124	CPFE3	Energia Elétrica	2005	09/03/06	0.33	0.13	0.11	15.91	2.80	0.68	0.31	0.00	Bov
125	CPFE3	Energia Elétrica	2006	13/02/07	-0.04	0.10	0.10	16.41	2.96	0.65	0.31	0.00	Bov
126	CRTP5	Telecomunicações	2000	06/02/01	0.78	0.03	0.00	14.40	2.82	0.61	0.36	0.61	Bov
127	CRTP5	Telecomunicações	2002	20/02/03	-0.06	0.06	0.01	14.80	1.12	0.50	0.32	0.59	Bov
128	CRTP5	Telecomunicações	2003	17/02/04	-0.19	0.11	0.03	14.35	1.90	0.51	0.32	0.58	Bov
129	CRTP5	Telecomunicações	2004	18/02/05	-0.30	0.06	0.02	14.97	1.52	0.45	0.33	0.56	Bov
130	CRTP5	Telecomunicações	2005	24/02/06	0.06	0.05	0.01	14.86	1.62	0.45	0.33	0.56	Bov
131	CRGT5	Telecomunicações	2000	12/03/01	0.13	-0.02	0.00	13.93	0.76	0.50	0.36	0.63	Bov
132	CYRE3	Construção	2006	15/03/07	-0.02	0.04	0.01	15.61	3.71	0.43	0.38	0.00	NM
133	DASA3	Outros	2005	15/02/06	0.23	0.01	0.00	14.06	8.77	0.54	0.19	0.00	NM
134	DASA3	Outros	2006	08/03/07	-0.25	0.01	0.00	14.66	5.58	0.55	0.10	0.00	NM
135	DURA4	Outros	2001	02/03/02	-0.03	0.05	0.02	13.93	0.64	0.41	0.14	0.76	Bov
136	DURA4	Outros	2002	20/02/03	0.40	0.07	0.03	13.78	0.66	0.40	0.14	0.76	Bov
137	DURA4	Outros	2003	17/02/04	-0.44	0.06	0.02	13.87	1.03	0.46	0.14	0.75	Bov
138	DURA4	Outros	2004	28/02/05	0.30	0.08	0.04	14.25	1.47	0.44	0.15	0.63	Bov
139	DURA4	Outros	2005	15/02/06	0.25	0.05	0.02	14.88	1.65	0.45	0.27	0.72	N1
140	DURA4	Outros	2006	09/02/07	0.28	0.07	0.03	14.93	2.60	0.46	0.27	0.72	N1
141	ELET6	Energia Elétrica	2000	06/04/01	0.38	0.04	0.00	17.94	0.29	0.30	0.58	0.65	Bov
142	ELET6	Energia Elétrica	2001	18/04/02	0.23	0.06	0.03	17.84	0.24	0.32	0.58	0.65	Bov
143	ELET6	Energia Elétrica	2002	20/03/03	-0.26	0.02	0.01	17.71	0.19	0.39	0.58	0.65	Bov
144	ELET6	Energia Elétrica	2003	01/04/04	0.05	0.01	0.01	17.42	0.36	0.45	0.58	0.65	Bov
145	ELET6	Energia Elétrica	2004	31/03/05	-0.25	0.02	0.01	17.99	0.30	0.43	0.58	0.73	Bov
146	ELET6	Energia Elétrica	2005	07/04/06	0.27	0.01	0.01	18.02	0.30	0.41	0.58	0.73	Bov
147	ELET6	Energia Elétrica	2006	13/04/07	-0.10	0.02	0.01	18.09	0.35	0.37	0.54	0.71	N1
148	ELPL5	Energia Elétrica	2000	15/03/01	0.06	0.05	0.09	15.40	1.47	0.66	0.31	0.00	Bov
149	ELPL5	Energia Elétrica	2001	28/03/02	-0.02	0.15	0.04	15.14	1.10	0.70	0.78	0.60	Bov
150	ELPL5	Energia Elétrica	2002	28/03/03	-0.54	-0.27	0.00	15.00	0.52	0.73	0.69	0.07	Bov
151	ELPL5	Energia Elétrica	2003	05/02/04	0.55	0.08	0.00	13.90	1.39	0.82	0.78	0.19	Bov
152	ELPL5	Energia Elétrica	2004	23/03/05	-0.23	0.00	0.00	15.73	1.41	0.81	0.76	0.90	N2
153	ELPL5	Energia Elétrica	2005	17/02/06	0.19	-0.03	0.00	15.54	2.14	0.81	0.76	0.90	N2
154	ELPL5	Energia Elétrica	2006	07/03/07	-0.11	0.05	0.02	15.83	1.95	0.82	0.76	0.90	N2
155	EMAE4	Energia Elétrica	2001	18/04/02	-0.09	0.08	0.00	12.25	0.42	0.24	0.97	0.60	Bov
156	EMAE4	Energia Elétrica	2003	29/03/04	-0.41	-0.11	0.00	12.31	0.28	0.22	0.97	0.60	Bov
157	EMAE4	Energia Elétrica	2004	24/03/05	-0.37	0.04	0.00	12.40	0.26	0.22	0.97	0.60	Bov
158	EMAE4	Energia Elétrica	2005	23/03/06	-0.41	-0.23	0.00	12.35	0.22	0.21	0.98	0.60	Bov
159	EMAE4	Energia Elétrica	2006	23/03/07	-0.10	-0.43	0.00	12.13	0.29	0.22	0.98	0.60	Bov

160	EMBR4	Veiculos e peças	2001	27/03/02	-0.22	0.07	0.02	16.62	3.23	0.70	0.24	0.30	Bov
161	EMBR4	Veiculos e peças	2002	28/03/03	-0.03	0.07	0.02	16.59	2.91	0.68	0.24	0.30	Bov
162	EMBR4	Veiculos e peças	2003	18/03/04	0.38	0.03	0.01	16.77	4.72	0.70	0.23	0.31	Bov
163	EMBR4	Veiculos e peças	2004	18/03/05	-0.21	0.04	0.02	17.29	3.46	0.71	0.23	0.31	Bov
164	EMBR3	Veiculos e peças	2005	01/04/06	-0.13	0.03	0.02	17.12	3.37	0.69	0.16	0.00	Bov
165	EMBR3	Veiculos e peças	2006	23/03/07	-0.08	0.02	0.01	17.20	3.23	0.72	0.14	0.00	NM
166	EBTP4	Telecomunicações	2000	15/03/01	-0.30	0.02	0.01	17.04	1.60	0.41	0.50	0.63	Bov
167	EBTP4	Telecomunicações	2001	20/03/02	-0.58	-0.03	0.00	16.65	0.62	0.48	0.50	0.63	Bov
168	EBTP4	Telecomunicações	2002	18/03/03	-0.40	-0.09	0.00	15.75	0.26	0.57	0.50	0.63	Bov
169	EBTP4	Telecomunicações	2003	18/03/04	0.81	0.08	0.05	14.78	0.67	0.63	0.88	0.63	Bov
170	EBTP4	Telecomunicações	2004	24/03/05	-0.69	-0.04	0.00	15.89	0.41	0.62	0.88	0.63	Bov
171	EBTP4	Telecomunicações	2005	23/03/06	-0.27	0.03	0.04	15.42	0.91	0.60	0.88	0.63	Bov
172	EBTP4	Telecomunicações	2006	09/04/07	0.44	0.01	0.02	16.33	0.95	0.41	0.88	0.63	Bov
173	ENBR3	Energia Elétrica	2006	01/03/07	-0.08	0.09	0.04	15.30	1.42	0.61	0.47	0.00	NM
174	EPTE4	Energia Elétrica	2000	27/03/01	-0.18	0.02	0.01	13.08	0.24	0.15	0.43	0.70	Bov
175	ETER3	Minerais não Met	2003	31/03/04	-0.84	0.08	0.07	12.76	0.78	0.32	0.10	0.49	Bov
176	ETER3	Minerais não Met	2005	08/03/06	-0.05	0.07	0.06	13.14	0.96	0.26	0.07	0.56	Bov
177	ETER3	Minerais não Met	2006	06/03/07	0.22	0.09	0.10	12.98	2.02	0.28	0.07	0.00	NM
178	FLCL5	Energia Elétrica	2001	09/04/02	0.00	0.00	0.00	13.19	0.49	0.83	0.07	0.68	Bov
179	FLCL5	Energia Elétrica	2002	28/03/03	-0.15	-0.13	0.00	13.20	0.46	0.86	0.07	0.68	Bov
180	FLCL5	Energia Elétrica	2003	11/05/04	0.05	0.05	0.05	12.82	0.54	0.90	0.07	0.68	Bov
181	FLCL5	Energia Elétrica	2004	22/04/05	-0.12	-0.04	0.04	13.08	0.72	0.89	0.07	0.68	Bov
182	FLCL5	Energia Elétrica	2005	28/03/06	0.97	0.07	0.05	13.28	0.76	0.91	0.07	0.68	Bov
183	FLCL5	Energia Elétrica	2006	22/03/07	1.41	0.12	0.09	13.35	2.06	0.90	0.07	0.68	Bov
184	FESA4	Siderur & Metalur	2003	01/03/04	0.11	0.27	0.07	12.59	0.96	0.20	0.99	0.49	Bov
185	FESA4	Siderur & Metalur	2004	03/03/05	-0.08	0.29	0.07	12.72	0.95	0.17	0.99	0.49	Bov
186	FESA4	Siderur & Metalur	2005	17/03/06	-0.72	0.05	0.01	13.70	0.63	0.16	0.99	0.49	Bov
187	FJTA4	Siderur & Metalur	2002	28/03/03	0.84	0.22	0.00	11.77	0.85	0.34	0.84	0.67	Bov
188	FJTA4	Siderur & Metalur	2003	25/03/04	-0.94	0.10	0.02	12.72	0.57	0.50	0.84	0.67	Bov
189	FJTA4	Siderur & Metalur	2004	24/03/05	-0.30	0.10	0.03	12.39	0.50	0.35	0.84	0.67	Bov
190	FJTA4	Siderur & Metalur	2005	20/03/06	0.30	0.08	0.03	12.39	0.54	0.38	0.84	0.67	Bov
191	FJTA4	Siderur & Metalur	2006	13/03/07	0.25	0.10	0.03	12.59	1.35	0.44	0.84	0.67	Bov
192	FFTL4	Química	2000	09/03/01	0.04	0.04	0.03	14.68	1.12	0.64	0.36	0.38	Bov
193	FFTL4	Química	2001	15/03/02	0.55	0.07	0.03	14.50	1.18	0.65	0.44	0.33	Bov
194	FFTL4	Química	2002	25/02/03	1.33	0.13	0.13	14.49	1.88	0.61	0.43	0.31	Bov
195	FFTL4	Química	2003	12/02/04	0.61	0.32	0.08	13.85	3.10	0.69	0.43	0.31	Bov
196	FFTL4	Química	2004	03/03/05	0.20	0.10	0.06	15.34	3.66	0.59	0.43	0.31	Bov
197	FFTL4	Química	2005	09/03/06	-0.50	0.04	0.02	15.66	2.70	0.59	0.43	0.31	Bov
198	FFTL4	Química	2006	20/03/07	0.04	0.08	0.03	14.87	2.90	0.52	0.43	0.31	Bov
199	GGBR4	Siderur & Metalur	2000	21/02/01	-0.15	0.09	0.03	15.34	0.82	0.68	0.67	0.84	Bov
200	GGBR4	Siderur & Metalur	2001	22/03/02	0.80	0.14	0.05	15.02	0.86	0.66	0.67	0.84	N1
201	GGBR4	Siderur & Metalur	2002	19/03/03	0.37	0.19	0.06	15.27	1.14	0.73	0.67	0.84	N1
202	GGBR4	Siderur & Metalur	2003	19/03/04	0.97	0.17	0.05	15.70	2.15	0.77	0.67	0.84	N1
203	GGBR4	Siderur & Metalur	2004	16/03/05	0.41	0.17	0.06	16.61	2.31	0.71	0.67	0.84	N1
204	GGBR4	Siderur & Metalur	2005	23/02/06	0.23	0.11	0.04	17.08	2.16	0.67	0.67	0.84	N1
205	GGBR4	Siderur & Metalur	2006	28/02/07	0.04	0.09	0.04	17.23	2.32	0.63	0.67	0.84	N1
206	GOAU4	Siderur & Metalur	2000	21/02/01	-0.07	0.14	0.08	14.25	0.59	0.85	0.81	0.72	Bov
207	GOAU4	Siderur & Metalur	2001	22/03/02	0.58	0.21	0.14	13.99	0.50	0.83	0.81	0.72	Bov
208	GOAU4	Siderur & Metalur	2002	19/03/03	0.56	0.30	0.22	14.18	0.72	0.86	0.81	0.72	Bov
209	GOAU4	Siderur & Metalur	2003	19/03/04	1.48	0.27	0.16	14.58	1.36	0.89	0.81	0.72	N1
210	GOAU4	Siderur & Metalur	2004	16/03/05	0.70	0.28	0.19	15.44	1.88	0.86	0.81	0.72	N1
211	GOAU4	Siderur & Metalur	2005	23/02/06	0.09	0.12	0.09	16.15	1.55	0.84	0.81	0.72	N1
212	GOAU4	Siderur & Metalur	2006	28/02/07	0.06	0.11	0.09	16.28	1.70	0.82	0.81	0.72	N1
213	GOLL4	Transporte Serviç	2005	03/04/06	0.32	0.05	0.01	15.89	8.28	0.35	1.00	0.29	N2

214	GOLL4	Transporte Serviç	2006	30/01/07	0.12	0.05	0.01	16.38	6.02	0.30	1.00	0.28	N2
215	GRND3	Textil	2005	07/03/06	-0.56	0.03	0.03	14.96	2.63	0.30	0.80	0.00	NM
216	GRND3	Textil	2006	16/03/07	-0.01	0.06	0.06	14.62	2.34	0.27	0.75	0.00	NM
217	IDNT3	Outros	2005	06/04/06	-0.20	-0.02	0.00	11.42	3.49	0.15	0.10	0.00	Bov
218	IDNT3	Outros	2006	11/04/07	0.01	-0.02	0.00	12.07	4.33	0.29	0.09	0.00	Bov
219	INEP4	Outros	2000	25/04/01	-0.51	-0.04	0.00	15.45	0.44	0.68	0.54	0.61	Bov
220	INEP4	Outros	2001	25/04/02	-0.44	-0.03	0.00	15.25	0.35	0.76	0.54	0.61	Bov
221	INEP4	Outros	2005	03/04/06	-0.89	-0.05	0.00	11.64	0.44	0.96	0.54	0.61	Bov
222	INEP4	Outros	2006	30/03/07	0.33	0.20	0.00	11.42	0.61	0.94	0.54	0.61	Bov
223	MYPK4	Veiculos e peç	2005	17/02/06	-0.05	0.05	0.02	14.18	4.40	0.71	0.73	0.66	Bov
224	MYPK3	Veiculos e peç	2006	15/02/07	-0.04	0.03	0.01	14.35	3.65	0.66	0.29	0.00	Bov
225	PTIP4	Petróleo e Gas	2000	23/03/01	0.04	0.02	0.01	14.50	0.86	0.38	0.14	0.84	Bov
226	PTIP4	Petróleo e Gas	2001	13/03/02	0.11	0.01	0.01	14.31	0.72	0.39	0.14	0.84	Bov
227	PTIP4	Petróleo e Gas	2002	31/03/03	-0.35	-0.05	0.00	14.11	0.48	0.47	0.14	0.84	Bov
228	PTIP4	Petróleo e Gas	2003	19/03/04	0.36	0.19	0.07	13.55	0.79	0.60	0.15	0.88	Bov
229	PTIP4	Petróleo e Gas	2004	01/03/05	1.09	0.23	0.08	14.16	1.25	0.60	0.15	0.88	Bov
230	PTIP4	Petróleo e Gas	2005	16/02/06	-0.15	0.12	0.05	14.80	1.13	0.54	0.66	0.85	Bov
231	PTIP4	Petróleo e Gas	2006	15/02/07	0.07	0.10	0.04	15.03	1.29	0.51	0.66	0.85	Bov
232	RIPI4	Petróleo e Gas	2004	01/03/05	1.14	0.39	0.03	13.23	2.15	0.96	0.10	0.44	Bov
233	RIPI4	Petróleo e Gas	2005	16/02/06	-0.47	0.11	0.02	14.03	1.84	0.88	0.10	0.44	Bov
234	RIPI4	Petróleo e Gas	2006	15/02/07	0.28	0.08	0.01	14.58	1.95	0.83	0.10	0.44	Bov
235	ITSA4	Outros	2000	13/03/01	0.34	0.08	0.06	16.16	1.32	0.94	0.16	0.56	Bov
236	ITSA4	Outros	2001	20/03/02	0.49	0.09	0.07	16.38	1.19	0.94	0.16	0.56	N1
237	ITSA4	Outros	2002	19/03/03	0.15	0.09	0.05	16.65	0.87	0.94	0.16	0.56	N1
238	ITSA4	Outros	2003	25/03/04	-0.24	0.10	0.08	16.61	1.45	0.94	0.16	0.55	N1
239	ITSA4	Outros	2004	08/03/05	0.38	0.09	0.07	16.92	1.60	0.94	0.30	0.40	N1
240	ITSA4	Outros	2005	07/03/06	0.43	0.07	0.06	17.25	2.30	0.93	0.31	0.39	N1
241	ITSA4	Outros	2006	23/03/07	-0.01	0.09	0.05	17.68	2.39	0.94	0.31	0.38	N1
242	JBDU4	Alimentos e Beb	2005	17/04/06	-1.00	0.56	0.00	11.42	0.51	0.91	0.94	0.67	Bov
243	JBDU4	Alimentos e Beb	2006	02/04/07	-0.40	0.19	0.00	11.42	0.67	0.81	0.94	0.67	Bov
244	KLBN4	Papel e Celulose	2000	12/03/01	-0.04	0.01	0.01	14.53	1.09	0.68	0.30	0.74	Bov
245	KLBN4	Papel e Celulose	2001	28/04/04	0.31	0.03	0.01	14.88	0.70	0.72	0.52	0.65	Bov
246	KLBN4	Papel e Celulose	2002	25/02/03	0.37	-0.12	0.00	14.34	0.87	0.71	0.52	0.65	N1
247	KLBN4	Papel e Celulose	2003	18/02/04	1.12	0.47	0.12	14.58	1.90	0.77	0.52	0.65	N1
248	KLBN4	Papel e Celulose	2004	14/02/05	0.22	0.07	0.02	15.71	2.35	0.52	0.52	0.65	N1
249	KLBN4	Papel e Celulose	2005	14/02/06	-0.52	0.03	0.02	16.03	1.70	0.52	0.52	0.65	N1
250	KLBN4	Papel e Celulose	2006	12/02/07	0.10	0.06	0.03	15.82	1.98	0.52	0.52	0.65	N1
251	ARTE4	Textil	2000	03/05/01	-0.56	-0.15	0.00	11.42	1.63	0.88	0.63	0.60	Bov
252	LIGT3	Energia Elétrica	2000	23/03/01	0.10	-0.10	0.00	14.83	1.43	0.82	0.35	0.00	Bov
253	LIGT3	Energia Elétrica	2001	15/04/02	-0.34	-0.31	0.00	14.95	1.12	0.86	0.48	0.00	Bov
254	LIGT3	Energia Elétrica	2002	31/03/03	-0.59	-0.74	0.00	14.35	1.76	0.96	0.80	0.00	Bov
255	LIGT3	Energia Elétrica	2003	07/04/04	-0.05	-0.28	0.00	14.39	5.83	0.89	0.80	0.00	Bov
256	LIGT3	Energia Elétrica	2004	31/03/05	-0.23	-0.03	0.00	14.92	5.63	0.93	0.85	0.00	Bov
257	LIGT3	Energia Elétrica	2005	16/03/06	-0.50	0.10	0.00	14.68	1.21	0.95	0.75	0.00	Bov
258	LIGT3	Energia Elétrica	2006	28/03/07	-0.07	-0.07	0.00	14.53	2.04	0.80	0.51	0.00	NM
259	RENT3	Transporte Serviç	2006	06/03/07	0.21	0.07	0.13	14.40	8.90	0.69	0.29	0.00	NM
260	LAME4	Comércio	2000	31/03/01	-0.37	-0.02	0.00	13.69	1.37	0.78	0.30	0.72	Bov
261	LAME4	Comércio	2001	26/02/02	0.28	0.12	0.03	13.07	1.26	0.83	0.36	0.65	Bov
262	LAME4	Comércio	2002	11/03/03	1.00	0.18	0.16	13.24	2.83	0.84	0.34	0.64	Bov
263	LAME4	Comércio	2003	29/03/04	0.72	0.10	0.07	14.01	8.90	0.85	0.24	0.65	Bov
264	LAME4	Comércio	2004	21/03/05	0.93	0.02	0.02	15.15	8.90	0.88	0.23	0.65	Bov
265	LAME4	Comércio	2005	22/02/06	0.77	0.03	0.01	15.61	8.90	0.91	0.22	0.65	Bov
266	LAME4	Comércio	2006	15/02/07	0.06	0.01	0.01	16.16	8.90	0.89	0.22	0.65	Bov
267	LREN3	Comércio	2006	15/02/07	0.29	0.04	0.03	14.71	6.86	0.51	0.06	0.00	NM

268	MAGS5	Mineração	2000	24/03/01	0.35	0.17	0.05	12.57	0.41	0.27	0.32	0.47	Bov
269	MAGS5	Mineração	2003	29/03/04	0.34	0.26	0.07	12.75	0.82	0.36	0.32	0.47	Bov
270	MAGS5	Mineração	2004	23/03/05	0.52	0.10	0.03	13.85	1.07	0.40	0.32	0.47	Bov
271	MAGS5	Mineração	2005	27/03/06	-0.49	0.07	0.02	14.04	0.94	0.41	0.32	0.47	Bov
272	MAGS5	Mineração	2006	24/03/07	-0.04	0.11	0.03	14.07	1.01	0.41	0.45	0.47	Bov
273	MGEL4	Siderur & Metalur	2005	29/03/06	-0.71	0.13	0.03	11.46	0.43	0.63	0.70	0.66	N1
274	MGEL4	Siderur & Metalur	2006	19/04/07	-0.04	0.07	0.02	11.42	0.41	0.61	0.70	0.66	N1
275	POMO4	Veiculos e peças	2003	02/03/04	-0.76	0.09	0.04	13.74	1.39	0.68	0.36	0.58	N2
276	POMO4	Veiculos e peças	2004	31/03/05	-0.21	0.08	0.04	13.83	1.76	0.65	0.36	0.58	N2
277	POMO4	Veiculos e peças	2005	21/02/06	-0.48	0.06	0.03	14.18	1.38	0.64	0.36	0.56	N2
278	POMO4	Veiculos e peças	2006	27/02/07	0.34	0.10	0.04	14.01	2.46	0.64	0.48	0.62	N2
279	MNDL4	Siderur & Metalur	2005	21/03/06	-0.32	-0.14	0.00	12.17	0.90	0.85	0.35	0.45	Bov
280	NATU3	Comércio	2005	22/02/06	0.47	0.06	0.05	15.70	8.90	0.57	0.28	0.00	NM
281	NATU3	Comércio	2006	01/03/07	0.19	0.05	0.04	15.99	8.90	0.62	0.28	0.00	NM
282	NETC4	Outros	2000	29/03/01	-0.31	-0.05	0.00	15.82	8.90	0.77	0.49	0.30	Bov
283	NETC4	Outros	2001	28/03/02	-0.56	-0.05	0.00	16.55	7.30	0.90	0.57	0.38	Bov
284	NETC4	Outros	2002	31/03/03	-0.79	-0.49	0.00	14.64	8.90	0.88	0.67	0.38	N2
285	NETC4	Outros	2003	17/03/04	0.99	-0.31	0.00	13.66	8.90	0.95	0.80	0.54	N2
286	NETC4	Outros	2004	24/03/05	-0.23	-0.02	0.00	14.43	7.15	0.96	0.35	0.79	N2
287	NETC4	Outros	2005	07/02/06	0.87	0.10	0.00	14.03	6.81	0.96	0.35	0.81	N2
288	NETC4	Outros	2006	02/02/07	0.15	0.01	0.00	15.91	5.72	0.73	0.35	0.83	N2
289	OHLB3	Transporte Serviç	2006	17/03/07	-0.14	0.06	0.02	14.38	3.60	0.48	0.30	0.00	NM
290	PCAR4	Comércio	2000	20/04/01	0.33	0.06	0.03	15.58	2.56	0.55	0.76	0.33	Bov
291	PCAR4	Comércio	2001	20/02/02	-0.09	0.02	0.01	16.22	1.64	0.56	0.76	0.35	Bov
292	PCAR4	Comércio	2002	20/02/03	0.16	0.02	0.01	16.24	1.72	0.53	0.76	0.36	Bov
293	PCAR4	Comércio	2003	10/02/04	-0.59	0.02	0.00	16.38	2.12	0.61	0.76	0.36	N1
294	PCAR4	Comércio	2004	25/02/05	-0.34	0.05	0.01	15.89	1.93	0.58	0.62	0.62	N1
295	PCAR4	Comércio	2005	09/03/06	0.17	0.03	0.01	15.87	2.06	0.61	0.62	0.65	N1
296	PCAR4	Comércio	2006	30/03/07	-0.34	0.01	0.00	16.62	1.76	0.61	0.62	0.65	N1
297	PMAM4	Siderur & Metalur	2004	05/04/05	0.89	0.11	0.00	13.90	0.12	0.98	0.54	0.08	Bov
298	PMAM4	Siderur & Metalur	2005	10/04/06	-0.61	-0.02	0.00	14.02	0.12	0.96	0.54	0.08	Bov
299	PMAM4	Siderur & Metalur	2006	24/04/07	0.42	0.14	0.00	14.59	8.90	0.96	0.50	0.01	Bov
300	PRGA4	Alimentos e Beb	2000	09/03/01	0.20	0.03	0.01	14.29	1.19	0.72	0.19	0.17	Bov
301	PRGA4	Alimentos e Beb	2002	27/02/03	0.37	0.01	0.00	14.09	0.80	0.72	0.19	0.17	Bov
302	PRGA4	Alimentos e Beb	2003	03/03/04	-0.37	0.10	0.03	14.01	1.42	0.78	0.19	0.17	Bov
303	PRGA4	Alimentos e Beb	2004	22/02/05	0.49	0.15	0.04	14.51	2.62	0.73	0.19	0.17	Bov
304	PRGA4	Alimentos e Beb	2005	03/02/06	0.54	0.08	0.02	15.29	2.83	0.62	0.13	0.00	Bov
305	PETR4	Petróleo e Gas	2000	09/03/01	0.27	0.11	0.03	18.35	1.97	0.69	0.56	0.42	Bov
306	PETR4	Petróleo e Gas	2001	22/02/02	0.14	0.10	0.04	18.43	1.87	0.63	0.56	0.42	Bov
307	PETR4	Petróleo e Gas	2002	28/02/03	0.08	0.07	0.02	18.43	1.37	0.61	0.56	0.42	Bov
308	PETR4	Petróleo e Gas	2003	01/03/04	-0.03	0.17	0.05	18.43	1.63	0.65	0.56	0.42	Bov
309	PETR4	Petróleo e Gas	2004	19/05/05	0.12	0.10	0.03	18.43	1.66	0.64	0.56	0.42	Bov
310	PETR4	Petróleo e Gas	2005	06/03/06	0.30	0.11	0.03	18.43	2.00	0.58	0.56	0.42	Bov
311	PETR4	Petróleo e Gas	2006	05/03/07	0.01	0.08	0.02	18.43	2.18	0.57	0.56	0.42	Bov
312	BRDT4	Petróleo e Gas	2000	20/02/01	0.62	0.21	0.06	14.07	0.82	0.56	0.84	0.57	Bov
313	BRDT4	Petróleo e Gas	2001	21/02/02	0.26	0.31	0.08	14.01	0.94	0.58	0.56	0.58	Bov
314	BRDT4	Petróleo e Gas	2002	20/02/03	0.46	0.46	0.12	14.19	0.84	0.61	0.56	0.58	Bov
315	RAPT4	Veiculos e peças	2004	23/03/05	0.82	0.15	0.05	13.62	4.42	0.77	0.77	0.54	N1
316	RAPT4	Veiculos e peças	2005	07/03/06	0.11	0.05	0.02	14.59	3.43	0.74	0.78	0.56	N1
317	RAPT4	Veiculos e peças	2006	28/02/07	-0.19	0.06	0.02	14.62	2.94	0.71	0.78	0.56	N1
318	RPSA4	Papel e Celulose	2000	13/03/01	-0.07	0.35	0.10	12.66	0.46	0.42	0.77	0.45	Bov
319	RPSA4	Papel e Celulose	2001	01/03/02	0.39	0.30	0.10	12.80	0.52	0.28	0.79	0.45	Bov
320	RPSA4	Papel e Celulose	2002	25/02/03	0.32	0.21	0.06	13.01	0.57	0.41	0.79	0.45	Bov
321	RPSA4	Papel e Celulose	2003	04/03/04	0.12	0.24	0.07	13.17	1.17	0.56	0.79	0.45	Bov

322	RPSA4	Papel e Celulose	2004	02/03/05	0.17	0.07	0.02	13.97	1.46	0.53	0.78	0.41	Bov
323	RPSA4	Papel e Celulose	2005	18/01/06	-0.56	0.04	0.01	14.25	1.20	0.52	0.88	0.57	Bov
324	RSID3	Construção	2006	15/02/07	-0.04	0.04	0.01	13.84	1.98	0.63	0.30	0.00	NM
325	SBSP3	Outros	2001	19/03/02	-0.12	0.04	0.10	15.42	0.47	0.50	0.72	0.00	Bov
326	SBSP3	Outros	2002	20/03/03	-0.21	-0.17	0.03	15.14	0.36	0.56	0.72	0.00	NM
327	SBSP3	Outros	2003	30/03/04	0.01	0.32	0.19	14.78	0.61	0.54	0.50	0.00	NM
328	SBSP3	Outros	2004	29/03/05	-0.29	0.11	0.03	15.35	0.56	0.53	0.50	0.00	NM
329	SBSP3	Outros	2005	27/03/06	0.01	0.19	0.08	15.32	0.53	0.51	0.50	0.00	NM
330	SBSP3	Outros	2006	24/04/07	0.32	0.17	0.06	15.31	0.93	0.50	0.50	0.00	NM
331	SDIA4	Alimentos e Beb	2000	15/03/01	0.12	0.10	0.02	13.93	0.84	0.75	0.12	0.62	Bov
332	SDIA4	Alimentos e Beb	2001	31/01/02	0.31	0.26	0.10	13.58	0.71	0.71	0.12	0.62	N1
333	SDIA4	Alimentos e Beb	2002	05/02/03	0.23	0.13	0.04	14.44	0.69	0.68	0.12	0.62	N1
334	SDIA4	Alimentos e Beb	2003	05/02/04	2.16	0.23	0.08	14.48	1.82	0.75	0.12	0.62	N1
335	SDIA4	Alimentos e Beb	2004	15/02/05	0.07	0.08	0.03	15.51	2.23	0.73	0.41	0.52	N1
336	SDIA4	Alimentos e Beb	2005	14/02/06	-0.10	0.09	0.03	15.85	1.96	0.69	0.41	0.52	N1
337	SDIA4	Alimentos e Beb	2006	02/02/07	-0.17	0.04	0.01	15.98	1.94	0.66	0.39	0.54	N1
338	SAPR4	Outros	2004	22/03/05	0.13	0.26	0.07	13.59	0.51	0.45	0.60	0.13	Bov
339	SAPR4	Outros	2005	16/03/06	-0.37	0.20	0.06	13.76	0.39	0.44	0.60	0.13	Bov
340	SAPR4	Outros	2006	22/03/07	0.13	0.21	0.06	13.64	0.50	0.44	0.60	0.13	Bov
341	SLED4	Outros	2006	15/03/07	0.06	0.07	0.02	13.36	2.92	0.54	0.79	0.66	N2
342	SALM4	Alimentos e Beb	2004	28/01/05	-0.06	0.11	0.04	13.65	1.03	0.64	0.72	0.17	Bov
343	CSNA3	Siderur & Metalur	2000	12/05/01	0.72	0.35	0.38	15.43	0.72	0.53	0.46	0.00	Bov
344	CSNA3	Siderur & Metalur	2001	27/03/02	0.27	0.07	0.22	15.23	0.51	0.63	0.46	0.00	Bov
345	CSNA3	Siderur & Metalur	2002	28/03/03	0.81	-0.07	0.13	14.78	0.75	0.62	0.46	0.00	Bov
346	CSNA3	Siderur & Metalur	2003	10/03/04	1.86	0.28	0.33	15.12	1.51	0.68	0.46	0.00	Bov
347	CSNA3	Siderur & Metalur	2004	01/03/05	0.26	0.18	0.20	16.23	2.05	0.67	0.43	0.00	Bov
348	CSNA3	Siderur & Metalur	2005	28/03/06	-0.08	0.14	0.09	16.46	1.99	0.73	0.43	0.00	Bov
349	CSNA3	Siderur & Metalur	2006	30/03/07	0.07	0.09	0.11	16.38	2.67	0.74	0.43	0.00	Bov
350	CSTB4	Siderur & Metalur	2000	30/03/01	0.13	0.06	0.06	14.73	0.28	0.42	0.09	0.63	Bov
351	CSTB4	Siderur & Metalur	2001	30/05/02	0.33	-0.03	0.03	14.60	0.29	0.42	0.09	0.63	Bov
352	CSTB4	Siderur & Metalur	2002	25/02/03	1.15	0.06	0.06	14.66	0.55	0.45	0.06	0.72	Bov
353	CSTB4	Siderur & Metalur	2003	02/03/04	0.32	0.23	0.12	15.18	0.91	0.51	0.32	0.17	Bov
354	CSTB4	Siderur & Metalur	2004	17/02/05	0.75	0.17	0.08	16.08	1.18	0.41	0.34	0.17	Bov
355	CRUZ3	Outros	2000	09/02/01	0.37	0.12	0.19	15.22	2.19	0.52	0.75	0.00	Bov
356	CRUZ3	Outros	2001	05/02/02	0.67	0.24	0.24	14.78	3.44	0.47	0.75	0.00	Bov
357	CRUZ3	Outros	2002	01/02/03	0.57	0.22	0.18	15.28	3.63	0.42	0.75	0.00	Bov
358	CRUZ3	Outros	2003	30/01/04	-0.10	0.14	0.14	15.51	6.00	0.49	0.75	0.00	Bov
359	CRUZ3	Outros	2004	28/01/05	-0.07	0.08	0.08	16.04	6.73	0.51	0.75	0.00	Bov
360	CRUZ3	Outros	2005	08/02/06	-0.35	0.06	0.06	16.20	5.36	0.52	0.75	0.00	Bov
361	CRUZ3	Outros	2006	05/02/07	0.20	0.09	0.09	16.00	6.92	0.57	0.75	0.00	Bov
362	SUZB5	Papel e Celulose	2003	24/03/05	-0.32	0.44	0.13	14.11	1.46	0.72	1.00	0.68	Bov
363	SUZB5	Papel e Celulose	2004	17/02/05	-0.15	0.17	0.04	15.06	1.41	0.61	1.00	0.68	N1
364	SUZB5	Papel e Celulose	2005	01/02/06	-0.46	0.07	0.02	15.72	1.07	0.54	0.95	0.66	N1
365	SUZB5	Papel e Celulose	2006	01/03/07	0.00	0.08	0.02	15.58	1.65	0.58	0.95	0.66	N1
366	SZPQ4	Química	2005	15/03/06	-0.66	0.01	0.00	14.22	1.12	0.52	1.00	0.55	N2
367	SZPQ4	Química	2006	15/02/07	-0.25	0.00	0.00	13.90	0.92	0.71	1.00	0.55	N2
368	TAMM4	Transporte Serviç	2006	21/03/07	0.57	0.04	0.01	16.38	6.91	0.77	0.82	0.45	N2
369	TCOC4	Telecomunicações	2000	04/04/01	0.17	0.05	0.02	14.68	2.75	0.31	0.52	0.66	Bov
370	TCOC4	Telecomunicações	2001	28/03/02	-0.08	0.04	0.02	15.57	1.93	0.53	0.59	0.67	Bov
371	TCOC4	Telecomunicações	2002	27/02/03	0.24	0.07	0.02	15.39	1.41	0.51	0.61	0.67	Bov
372	TCOC4	Telecomunicações	2003	17/02/04	0.59	0.09	0.03	15.45	2.31	0.48	0.86	0.41	Bov
373	TLCP4	Telecomunicações	2000	06/02/01	0.09	-0.01	0.00	13.74	1.38	0.75	0.36	0.54	Bov
374	TLCP4	Telecomunicações	2001	26/02/02	-0.29	0.00	0.00	14.27	1.04	0.51	0.57	0.56	Bov
375	TLCP4	Telecomunicações	2002	18/02/03	-0.30	0.00	0.00	13.96	0.48	0.48	0.28	0.56	Bov

376	TLCP4	Telecomunicações	2003	17/02/04	-0.33	-0.08	0.00	13.19	0.97	0.54	0.29	0.56	Bov
377	TLCP4	Telecomunicações	2004	18/02/05	-0.54	-0.04	0.00	13.57	0.82	0.52	0.29	0.54	Bov
378	TLCP4	Telecomunicações	2005	24/02/06	0.35	-0.16	0.00	13.24	1.27	0.61	0.29	0.54	Bov
379	TNEP4	Telecomunicações	2000	19/03/01	-0.35	0.01	0.00	14.84	2.32	0.64	0.51	0.62	Bov
380	TNEP4	Telecomunicações	2001	18/04/02	-0.04	0.02	0.01	14.87	1.74	0.54	0.51	0.62	Bov
381	TNEP4	Telecomunicações	2002	01/02/03	0.11	0.06	0.01	14.57	1.32	0.51	0.53	0.57	Bov
382	TNEP4	Telecomunicações	2003	06/02/04	-0.35	0.12	0.02	14.40	1.68	0.49	0.53	0.55	Bov
383	TNCP4	Telecomunicações	2000	05/04/01	-0.29	0.01	0.01	13.88	1.68	0.47	0.13	0.49	Bov
384	TNCP4	Telecomunicações	2001	30/03/02	-0.27	-0.01	0.00	13.73	1.39	0.69	0.13	0.49	Bov
385	TNCP4	Telecomunicações	2002	13/02/03	-0.40	-0.03	0.00	13.77	0.50	0.70	0.13	0.49	Bov
386	TNCP4	Telecomunicações	2003	04/03/04	-0.30	0.01	0.02	12.68	0.94	0.72	0.13	0.49	Bov
387	TNCP4	Telecomunicações	2004	08/03/05	-0.57	0.00	0.00	13.30	0.75	0.65	0.13	0.49	Bov
388	TNCP4	Telecomunicações	2005	17/03/06	0.06	-0.11	0.01	12.85	0.58	0.72	0.13	0.49	Bov
389	TNCP4	Telecomunicações	2006	27/03/07	-0.28	-0.25	0.00	12.63	1.45	0.75	0.13	0.49	Bov
390	TSEP4	Telecomunicações	2000	06/02/01	-0.42	0.02	0.01	15.74	1.66	0.53	0.64	0.49	Bov
391	TSEP4	Telecomunicações	2001	27/02/02	-0.19	0.04	0.01	15.35	1.35	0.40	0.37	0.58	Bov
392	TSEP4	Telecomunicações	2002	20/02/03	0.31	0.03	0.02	15.27	1.56	0.35	0.37	0.58	Bov
393	TSEP4	Telecomunicações	2003	17/02/04	-1.16	0.03	0.01	15.40	1.48	0.37	0.37	0.58	Bov
394	TSEP4	Telecomunicações	2004	18/02/05	-0.35	0.02	0.01	15.40	1.42	0.33	0.37	0.58	Bov
395	TSEP4	Telecomunicações	2005	10/03/06	0.04	0.02	0.01	15.41	1.26	0.32	0.37	0.58	Bov
396	TELB4	Outros	2002	30/05/03	1.95	0.21	0.00	11.42	0.12	0.60	0.76	0.38	Bov
397	TELB4	Outros	2003	03/03/04	-0.19	0.62	0.00	11.42	0.21	0.61	0.76	0.38	Bov
398	TELB4	Outros	2004	28/02/05	1.37	0.06	0.00	11.42	0.42	0.63	0.76	0.38	Bov
399	TELB4	Outros	2005	03/03/06	-0.08	0.09	0.00	11.42	0.32	0.59	0.76	0.38	Bov
400	TDBH4	Telecomunicações	2002	13/02/03	-0.29	-0.04	0.00	13.64	0.68	0.80	0.93	0.00	Bov
401	TDBH4	Telecomunicações	2003	18/02/04	-0.80	-0.05	0.00	13.61	1.09	0.33	0.93	0.00	Bov
402	TDBH4	Telecomunicações	2004	22/02/05	-0.19	-0.02	0.00	14.04	0.97	0.36	0.93	0.00	Bov
403	TDBH4	Telecomunicações	2005	10/03/06	-0.04	0.01	0.00	13.86	1.29	0.39	0.93	0.00	Bov
404	TMAR5	Telecomunicações	2002	28/02/03	-0.13	0.02	0.02	17.47	0.94	0.48	0.13	0.73	Bov
405	TMAR5	Telecomunicações	2003	30/01/04	-0.30	0.03	0.03	17.12	1.29	0.58	0.13	0.72	Bov
406	TMAR5	Telecomunicações	2004	10/03/05	-0.14	0.03	0.04	17.40	1.60	0.59	0.13	0.85	Bov
407	TMAR5	Telecomunicações	2005	10/03/06	-0.29	0.04	0.03	17.57	1.41	0.56	0.13	0.72	Bov
408	TMAR5	Telecomunicações	2006	15/03/07	-0.21	0.03	0.01	17.68	0.97	0.55	0.13	0.73	Bov
409	TNLP4	Telecomunicações	2000	31/03/01	0.04	0.03	0.02	17.10	1.50	0.36	0.13	0.66	Bov
410	TNLP4	Telecomunicações	2001	28/03/02	-0.09	0.01	0.02	17.12	1.35	0.47	0.13	0.65	Bov
411	TNLP4	Telecomunicações	2002	28/02/03	-0.02	-0.02	0.03	17.02	1.06	0.63	0.13	0.65	Bov
412	TNLP4	Telecomunicações	2003	30/01/04	-0.25	0.01	0.04	16.63	1.87	0.67	0.14	0.65	Bov
413	TNLP4	Telecomunicações	2004	10/03/05	-0.23	0.03	0.05	17.21	2.01	0.71	0.13	0.65	Bov
414	TNLP4	Telecomunicações	2005	10/03/06	-0.33	0.03	0.03	17.36	1.90	0.73	0.13	0.67	Bov
415	TNLP4	Telecomunicações	2006	15/03/07	-0.21	0.04	0.01	17.41	1.29	0.71	0.13	0.67	Bov
416	TMGR6	Telecomunicações	2000	30/03/01	0.95	0.17	0.00	14.91	0.94	0.37	0.12	0.70	Bov
417	TMCP4	Telecomunicações	2000	24/04/01	-0.13	0.02	0.01	14.72	3.05	0.34	0.07	0.63	Bov
418	TMCP4	Telecomunicações	2001	30/03/02	-0.16	0.02	0.01	15.37	1.97	0.54	0.07	0.62	Bov
419	TMCP4	Telecomunicações	2002	13/02/03	-0.11	0.02	0.01	15.11	1.33	0.57	0.07	0.58	Bov
420	TMCP4	Telecomunicações	2003	04/03/04	0.16	0.06	0.02	14.65	1.91	0.60	0.07	0.58	Bov
421	TMCP4	Telecomunicações	2004	08/03/05	-0.51	0.04	0.01	15.28	1.34	0.49	0.07	0.58	Bov
422	TMCP4	Telecomunicações	2005	17/03/06	-0.04	0.04	0.03	15.27	1.55	0.53	0.07	0.58	Bov
423	TMCP4	Telecomunicações	2006	27/03/07	-0.21	0.02	0.01	15.39	1.30	0.49	0.07	0.58	Bov
424	TLPP4	Telecomunicações	2000	29/03/01	-0.23	0.05	0.03	17.27	0.89	0.23	0.82	0.49	Bov
425	TLPP4	Telecomunicações	2001	28/02/02	0.28	0.07	0.05	16.87	0.99	0.28	0.83	0.49	Bov
426	TLPP4	Telecomunicações	2002	13/02/03	0.28	0.04	0.04	17.07	1.17	0.36	0.85	0.49	Bov
427	TLPP4	Telecomunicações	2003	18/02/04	-0.17	0.06	0.14	17.15	1.82	0.35	0.85	0.00	Bov
428	TLPP4	Telecomunicações	2004	22/02/05	0.09	0.05	0.08	17.51	2.20	0.39	0.85	0.00	Bov
429	TLPP4	Telecomunicações	2005	10/03/06	-0.20	0.05	0.08	17.69	2.27	0.39	0.84	0.00	Bov



430	TLPP4	Telecomunicações	2006	26/02/07	0.12	0.07	0.08	17.54	2.61	0.46	0.84	0.00	Bov
431	TCSL4	Telecomunicações	2000	20/03/01	-0.47	0.00	0.00	15.01	2.23	0.51	0.51	0.62	Bov
432	TCSL4	Telecomunicações	2001	12/04/02	-0.19	0.02	0.01	14.93	1.48	0.47	0.52	0.60	Bov
433	TCSL4	Telecomunicações	2002	13/02/03	-0.06	0.03	0.01	14.60	1.09	0.46	0.53	0.58	Bov
434	TCSL4	Telecomunicações	2003	12/02/04	-0.37	0.08	0.02	14.27	1.58	0.49	0.53	0.55	Bov
435	TCSL4	Telecomunicações	2004	02/02/05	-0.17	0.11	0.03	14.74	1.39	0.43	0.50	0.61	Bov
436	TCSL4	Telecomunicações	2005	01/02/06	0.59	0.07	0.02	15.52	1.89	0.44	0.81	0.14	Bov
437	TCSL4	Telecomunicações	2006	20/03/07	-0.26	-0.03	0.04	16.17	2.20	0.37	0.81	0.14	Bov
438	TPRC6	Telecomunicações	2003	01/02/04	-0.65	0.08	0.03	14.53	1.08	0.32	0.46	0.62	Bov
439	TPRC6	Telecomunicações	2004	02/02/05	-0.16	0.09	0.04	14.58	0.97	0.37	0.53	0.55	Bov
440	TBLE3	Energia Elétrica	2000	03/04/01	0.99	0.05	0.04	15.03	0.73	0.47	0.80	0.06	Bov
441	TBLE3	Energia Elétrica	2001	23/07/02	0.27	0.11	0.03	15.44	0.86	0.53	0.80	0.03	Bov
442	TBLE3	Energia Elétrica	2002	18/03/03	-0.16	-0.03	0.00	15.68	0.83	0.53	0.80	0.03	Bov
443	TBLE3	Energia Elétrica	2003	11/03/04	1.67	0.09	0.12	15.53	2.01	0.59	0.80	0.03	Bov
444	TBLE3	Energia Elétrica	2004	08/03/05	0.45	0.08	0.06	16.11	2.30	0.58	0.69	0.00	Bov
445	TBLE3	Energia Elétrica	2005	15/03/06	-0.05	0.06	0.07	16.53	3.66	0.55	0.69	0.00	NM
446	TBLE3	Energia Elétrica	2006	16/03/07	0.04	0.04	0.04	16.98	4.25	0.53	0.69	0.00	NM
447	TRPL4	Energia Elétrica	2000	23/03/01	-0.07	0.04	0.03	13.76	0.38	0.15	0.61	0.37	Bov
448	TRPL4	Energia Elétrica	2001	26/03/02	0.15	0.07	0.06	13.83	0.29	0.15	0.53	0.50	Bov
449	TRPL4	Energia Elétrica	2002	21/03/03	0.04	0.10	0.09	14.37	0.25	0.18	0.53	0.50	N1
450	TRPL4	Energia Elétrica	2003	24/03/04	0.29	0.13	0.09	14.32	0.60	0.18	0.53	0.50	N1
451	TRPL4	Energia Elétrica	2004	18/03/05	0.13	0.09	0.02	15.14	0.59	0.17	0.61	0.43	N1
452	TRPL4	Energia Elétrica	2005	20/03/06	0.39	0.12	0.08	15.20	1.03	0.21	0.89	0.58	N1
453	TRPL4	Energia Elétrica	2006	16/02/07	-0.10	0.01	0.01	15.98	1.20	0.27	0.47	0.59	N1
454	CPA4	Química	2000	13/04/01	2.32	-0.14	0.00	12.14	0.84	0.75	0.64	0.48	Bov
455	UGPA4	Química	2002	14/02/03	0.45	0.22	0.08	13.81	1.46	0.59	0.60	0.51	Bov
456	UGPA4	Química	2003	12/02/04	-0.62	0.08	0.02	14.96	1.91	0.44	0.59	0.30	Bov
457	UGPA4	Química	2004	17/02/05	0.43	0.09	0.03	15.40	2.21	0.42	0.59	0.41	Bov
458	UGPA4	Química	2005	16/02/06	-0.69	0.05	0.03	15.57	1.47	0.38	0.59	0.41	N1
459	UGPA4	Química	2006	13/02/07	0.27	0.11	0.06	14.79	2.05	0.51	0.59	0.64	N1
460	UNIP6	Química	2000	17/04/01	0.72	0.21	0.06	13.18	0.58	0.40	0.52	0.67	Bov
461	UNIP6	Química	2001	24/03/02	0.52	0.10	0.03	13.89	0.55	0.37	0.57	0.67	Bov
462	UNIP6	Química	2002	21/03/03	0.17	0.10	0.03	13.89	0.56	0.38	0.57	0.67	Bov
463	UNIP6	Química	2003	24/03/04	1.35	0.08	0.03	14.05	1.14	0.53	0.57	0.67	Bov
464	UNIP6	Química	2004	12/04/05	0.46	0.07	0.02	14.88	2.13	0.57	0.57	0.67	N1
465	UNIP6	Química	2005	20/03/06	-0.79	0.03	0.01	15.65	1.15	0.58	0.57	0.67	N1
466	UNIP6	Química	2006	16/03/07	-0.09	0.02	0.01	15.19	0.96	0.59	0.57	0.67	N1
467	UOLL4	Software e Dados	2006	01/03/07	-0.10	0.04	0.00	14.68	2.63	0.36	0.62	0.32	N2
468	USIM5	Siderur & Metalur	2000	16/03/01	0.31	0.02	0.01	16.06	0.54	0.72	0.23	0.50	Bov
469	USIM5	Siderur & Metalur	2001	02/04/02	0.01	0.05	0.02	15.43	0.42	0.73	0.23	0.50	Bov
470	USIM5	Siderur & Metalur	2002	31/03/03	0.37	-0.08	0.00	15.16	0.46	0.76	0.23	0.50	Bov
471	USIM5	Siderur & Metalur	2003	09/06/04	1.27	0.32	0.10	15.22	1.85	0.80	0.23	0.50	Bov
472	USIM5	Siderur & Metalur	2004	25/02/05	0.89	0.15	0.05	16.80	1.97	0.74	0.23	0.50	Bov
473	USIM5	Siderur & Metalur	2005	10/03/06	-0.07	0.12	0.03	17.32	1.35	0.65	0.11	0.49	Bov
474	USIM5	Siderur & Metalur	2006	29/03/07	-0.04	0.07	0.02	17.36	1.66	0.52	0.12	0.49	Bov
475	VALE5	Mineração	2000	05/04/01	0.29	0.06	0.04	17.39	1.61	0.47	0.28	0.36	Bov
476	VALE5	Mineração	2001	04/05/02	0.50	0.09	0.05	17.33	1.75	0.56	0.28	0.36	Bov
477	VALE5	Mineração	2002	27/02/03	0.93	0.05	0.03	17.52	2.94	0.55	0.26	0.30	Bov
478	VALE5	Mineração	2003	19/09/05	0.32	0.06	0.03	18.16	3.78	0.62	0.26	0.30	N1
479	VALE5	Mineração	2004	22/03/05	0.50	0.05	0.03	18.43	4.07	0.60	0.26	0.30	N1
480	VALE5	Mineração	2005	07/03/06	-0.19	0.06	0.03	18.43	4.01	0.58	0.26	0.28	N1
481	VALE5	Mineração	2006	03/04/07	-0.06	0.07	0.02	18.43	3.34	0.55	0.26	0.28	N1
482	VAGV4	Transporte Serviç	2000	31/03/01	0.39	-1.06	0.00	12.03	5.62	0.96	0.87	0.36	Bov
483	VIVO4	Telecomunicações	2000	01/02/01	-0.27	0.01	0.01	16.61	2.43	0.58	0.72	0.49	Bov

484	VIVO4	Telecomunicações	2001	12/03/02	-0.50	-0.07	0.00	16.55	1.42	0.38	0.36	0.20	Bov
485	VIVO4	Telecomunicações	2002	20/02/03	-0.31	-0.16	0.00	15.80	1.24	0.60	0.36	0.20	Bov
486	VIVO4	Telecomunicações	2003	17/02/04	0.73	-0.07	0.01	16.06	2.61	0.58	0.39	0.23	Bov
487	VIVO4	Telecomunicações	2004	01/03/05	-0.39	-0.03	0.03	16.57	3.91	0.75	0.22	0.06	Bov
488	VIVO4	Telecomunicações	2005	13/03/06	-0.72	-0.05	0.00	16.78	1.46	0.79	0.21	0.04	Bov
489	VIVO4	Telecomunicações	2006	08/02/07	-0.47	0.00	0.00	16.26	1.50	0.71	0.21	0.04	Bov
490	VCPA4	Papel e Celulose	2000	12/02/01	0.07	0.13	0.03	14.94	0.90	0.40	0.89	0.43	Bov
491	VCPA4	Papel e Celulose	2001	22/05/02	0.83	0.18	0.04	14.55	1.18	0.34	0.89	0.43	Bov
492	VCPA4	Papel e Celulose	2002	13/02/03	0.85	0.09	0.03	14.94	1.63	0.51	0.89	0.43	Bov
493	VCPA4	Papel e Celulose	2003	11/05/04	0.28	0.19	0.05	15.34	2.02	0.62	0.89	0.45	Bov
494	VCPA4	Papel e Celulose	2004	26/01/05	0.08	0.11	0.05	15.76	2.10	0.57	0.89	0.45	Bov
495	VCPA4	Papel e Celulose	2005	18/01/06	-0.64	0.07	0.03	15.93	1.32	0.49	0.89	0.48	Bov
496	VCPA4	Papel e Celulose	2006	17/01/07	0.22	0.12	0.06	15.52	1.66	0.56	1.00	0.48	Bov
497	WEGE4	Máquinas Indust	2004	18/02/05	0.13	0.07	0.03	15.60	3.80	0.55	0.88	0.48	N1
498	WEGE4	Máquinas Indust	2005	17/02/06	-0.41	0.04	0.02	16.03	3.42	0.53	0.88	0.47	N1
499	WEGE4	Máquinas Indust	2006	14/02/07	0.22	0.05	0.02	16.04	6.06	0.59	0.88	0.48	N1
500	ILMD4	Química	2004	29/03/05	0.12	0.18	0.20	13.19	3.29	0.71	1.00	0.04	Bov

## APÊNDICE 2 – SELEÇÃO DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE

**Tabela 38 - Variáveis de controle dos lucros contábeis ajustados (amostra de trabalho)**

	Var. Dependente (Retorno Anormal)					
	TAM	MTB	END	NEG	Todos	MTB e NEG
Cons	0.0122 (0.0251)	0.0358 (0.0236)	0.0554** (0.0238)	-0.0571*** (0.0306)	-0.0909* (0.0306)	-0.0755** (0.0301)
LLA	-5.8584* (1.484)	0.3226*** (0.1897)	0.4659** (0.2602)	1.9908* (0.2542)	-2.3446 (1.5231)	1.4510* (0.2696)
LLA.TAM	0.4963** (0.1070)	–	–	–	0.2833 (0.1139)	–
LLA.MTB	–	0.4452* (0.0903)	–	–	0.3459* (0.0993)	0.4471* (0.0876)
LLA.END	–	–	0.7747*** (0.4029)	–	0.0760 (0.4154)	–
LLA.NEG	–	–	–	-2.1445* (0.3855)	-2.0722* (0.3772)	-2.1519* (0.3761)
Estat-F	26,26*	27,74*	16,84*	31,27*	19,82*	30,58*
R-quad	9,56%	10,04%	6,35%	11,18%	15,86%	15,61%
n° Obs.	500	500	500	500	500	500

Nota: valores em parênteses = erro padrão

\* sig. 1%

\*\* sig. 5%

\*\*\* sig. 10%

**Tabela 39 - Variáveis de controle dos dividendos ajustados (subamostra dividendos + JSCP)**

	Var. Dependente (Retorno Anormal)					
	TAM	MTB	END	NEG	Todos	TAM e END
Cons	-0.0307 (0.0324)	-0.0335 (0.0323)	-0.0248 (0.0320)	-0.0317 (0.0326)	-0.0147 (0.0321)	-0.0173 (0.0320)
DIVA	9.5250** (4.1077)	3.2606* (0.6510)	1.1493 (0.9050)	3.8062* (0.4955)	10.8670* (4.0462)	10.8160* (4.0414)
DIVA.TAM	-0.3840 (0.0324)	–	–	–	-0.7118** (0.2802)	-0.6824** (0.2781)
DIVA.MTB	–	0.2577 (0.2039)	–	–	0.2188 (0.2036)	–
DIVA.END	–	–	4.6985* (1.3532)	–	5.5096* (1.4025)	5.6112* (1.3950)
DIVA.NEG	–	–	–	-1.7992 (2.5720)	-1.7905 (2.5324)	–
Estat-F	30,46*	30,24*	36,27*	29,60*	16,26*	26,50*
R-quad	13,72%	13,64%	15,92%	13,39%	17,62%	17,23%
n° Obs.	386	386	386	386	386	386

Nota: valores em parênteses = erro padrão robusto

Obs.: DIVA = dividendos mais JSCP. Os valores estimados apenas sobre dividendos foram similares aos reportados por este modelo.

\* sig. 1%

\*\* sig. 5%

\*\*\* sig. 10%

### APÊNDICE 3 – TESTE DE HETEROCEDASTICIDADE

Tabela 40 - Teste de heterocedasticidade de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg

<b>Modelo</b>	<b>Amostra</b>	<b>Estatística-F</b>	<b>P-valor</b>
Concentração de Votos	Amostra de Trabalho	2,07	0,150
	Estrutura Simples	10,70*	0,001
	Estrutura Múltipla	1,43	0,232
Divergências entre Direitos	Divergência	2,84***	0,092
Combinado	Amostra de Trabalho	3,77***	0,052
Governança	Amostra de Trabalho	2,59	0,107
	Divergência	2,83***	0,092
Lucros e Dividendos	Dividendos e JSCP	2,14	0,140
	Dividendos	2,20	0,137

\* sig. 1%  
 \*\* sig. 5%  
 \*\*\* sig. 10%

**APÊNDICE 4 – ESTATÍSTICAS DAS VARIÁVEIS CONCENTRAÇÃO DE VOTOS (CV) E ÍNDICE DE DIVERGÊNCIA ENTRE DIREITOS (IDD)**

**Tabela 41 -Tabela de frequência das variáveis concentração de votos e índice de divergência entre direitos**

	Concentração de Votos (CV)				Índice de Divergência entre Direitos (IDD)			
	f acm.	f	f acm.(%)	f(%)	f acm.	f	f acm.(%)	f(%)
0,00	0	0	0.00%	0.00%	66	66	13.20%	13.20%
0,05	0	0	0.00%	0.00%	76	10	15.20%	2.00%
0,10	27	27	5.40%	5.40%	82	6	16.40%	1.20%
0,15	78	51	15.60%	10.20%	89	7	17.80%	1.40%
0,20	95	17	19.00%	3.40%	106	17	21.20%	3.40%
0,25	114	19	22.80%	3.80%	110	4	22.00%	0.80%
0,30	145	31	29.00%	6.20%	128	18	25.60%	3.60%
0,35	170	25	34.00%	5.00%	144	16	28.80%	3.20%
0,40	202	32	40.40%	6.40%	172	28	34.40%	5.60%
0,45	216	14	43.20%	2.80%	202	30	40.40%	6.00%
0,50	236	20	47.20%	4.00%	246	44	49.20%	8.80%
0,55	284	48	56.80%	9.60%	272	26	54.40%	5.20%
0,60	325	41	65.00%	8.20%	322	50	64.40%	10.00%
0,65	339	14	67.80%	2.80%	392	70	78.40%	14.00%
0,70	358	19	71.60%	3.80%	443	51	88.60%	10.20%
0,75	374	16	74.80%	3.20%	467	24	93.40%	4.80%
0,80	413	39	82.60%	7.80%	475	8	95.00%	1.60%
0,85	443	30	88.60%	6.00%	490	15	98.00%	3.00%
0,90	462	19	92.40%	3.80%	497	7	99.40%	1.40%
0,95	473	11	94.60%	2.20%	500	3	100.00%	0.60%
1,00	500	27	100.00%	5.40%	500	0	100.00%	0.00%
<b>Total:</b>		<b>500</b>		<b>100%</b>		<b>500</b>		<b>100%</b>

Nota: f (frequência), facm (frequência acumulada)

**Tabela 42 - Estatística descritiva – concentração de votos e índice de divergência entre direitos**

Medidas	CV	IDD
Média	0,4994	0,4492
Mediana	0,5096	0,0112
Desvio padrão	0,2742	0,2504
Variância	0,0751	0,0627
Curtose	-1,1221	-0,7335
Assimetria	0,0952	-0,5612
Mínimo	0,0565	0,00
Máximo	1,00	0,9034
Contagem	500	500

## APÊNDICE 5 – RESULTADOS DOS MODELOS ESTIMADOS

**Tabela 43 - Resultados da aplicação do modelo concentração de votos (MCV) sobre a amostra estrutura de trabalho (AT).**

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_2 LLA_{it} CV_{it} + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{a=2}^7 \delta_a da_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t,i,t}$$

Modelo Concentração de Votos (MCV)						
Amostra Estrutura de Trabalho (AT)						
	POOLED		EF		EA	
	Coef.	EPR	Coef.	EPR	coef.	EPR
Cons	0.0856	0.1206	-0.0070	0.0642	0.0464	0.1362
LLA	1.1889*	0.3914	1.6214*	0.5226	1.2511*	0.4058
LLA.CV	-0.0184*	0.0070	-0.0210**	0.0085	-0.0188*	0.0072
LLA.MTB	0.4434*	0.1118	0.4802*	0.1240	0.4468*	0.1119
LLA.NEG	-1.2841**	0.5029	-2.2381*	0.6628	-1.4161*	0.5232
dy2 (2001)	-0.0625	0.0755	-0.0389	0.0734	-0.0613	0.0729
dy3 (2002)	0.0896	0.0865	0.0765	0.0829	0.0834	0.0838
dy4 (2003)	-0.1560	0.1087	-0.1458	0.1057	-0.1557	0.1060
dy5 (2004)	-0.0973	0.0753	-0.0618	0.0701	-0.0926	0.0725
dy6 (2005)	-0.3105*	0.0835	-0.2259*	0.0801	-0.2976*	0.0812
dy7 (2006)	-0.1929*	0.0715	-0.1092	0.0695	-0.1804*	0.0694
ds2 (CM)	0.0875	0.1422	–	–	0.1242	0.1661
ds3 (CT)	-0.0367	0.1054	–	–	-0.0132	0.1225
ds4 (EE)	0.0685	0.1176	–	–	0.0966	0.1391
ds5 (MM)	-0.2952	0.3005	–	–	-0.2714	0.3412
ds6 (M)	0.1635	0.1389	–	–	0.1967	0.1647
ds7 (MI)	-0.0339	0.1349	–	–	-0.0049	0.1540
ds8 (O)	-0.0027	0.1233	–	–	0.0236	0.1452
ds9 (PC)	-0.0563	0.1324	–	–	-0.0367	0.1570
ds10 (PG)	0.0225	0.1667	–	–	0.0420	0.2022
ds11 (Q)	0.0490	0.1515	–	–	0.0798	0.1858
ds12 (SM)	0.1574	0.1270	–	–	0.1727	0.1488
ds13 (S)	-0.0790	0.1054	–	–	-0.0550	0.1223
ds14 (TL)	-0.1893***	0.1102	–	–	-0.1538	0.1306
ds15 (TX)	-0.2689***	0.1579	–	–	-0.2354	0.1800
ds16 (TS)	0.0786	0.1562	–	–	0.0839	0.1761
ds17 (VP)	-0.1263	0.1400	–	–	-0.0912	0.1626
Estatística-F	7,01*		7,26*		–	
Estatística-Chi <sup>2</sup>	–		–		2077,68*	
R <sup>2</sup> ajust.	23,86%		19,13%		27,77%	
nº Obs.	500		500		500	
Breush-Pagan (Chi <sup>2</sup> )	2,67					
Hausman (Chi <sup>2</sup> )	18,60***					

EPR: erro padrão robusto

\* sig. 1%  
\*\* sig. 5%  
\*\*\* sig. 10%

**Tabela 44 - Resultados da aplicação do modelo concentração de votos (MCV) sobre a amostra estrutura simples (ES).**

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_2 LLA_{it} CV_{it} + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{a=2}^7 \delta_a da_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t}$$

	Modelo Concentração de Votos (MCV)					
	Amostra Estrutura Simples (ES)					
	POOLED		EF		EA	
	Coef.	EPR	coef.	EPR	coef.	EPR
Cons	0.0371	0.1723	0.2530	0.2837	0.0371	0.1723
LLA	0.4686	1.3924	1.2182	1.6991	0.4686	1.3924
LLA.CV	-0.0361	0.0451	-0.1018	0.0660	-0.0361	0.0451
LLA.MTB	0.5329	0.4119	0.5480	0.5704	0.5329	0.4119
LLA.NEG	0.3538	1.9375	1.9913	2.5894	0.3538	1.9375
dy2 (2001)	-0.1691	0.2082	0.1187	0.3391	-0.1691	0.2082
dy3 (2002)	-0.0060	0.2799	0.3210	0.4052	-0.0060	0.2799
dy4 (2003)	0.0950	0.4383	0.0571	0.5465	0.0950	0.4383
dy5 (2004)	-0.0369	0.3075	-0.3411	0.3266	-0.0369	0.3075
dy6 (2005)	-0.5051**	0.2061	-0.6277***	0.3074	-0.5051**	0.2061
dy7 (2006)	-0.3647***	0.1936	-0.4469	0.3058	-0.3647***	0.1936
ds2 (CM)	0.3797**	0.1468	–	–	0.3797*	0.1468
ds3 (CT)	0.1872*	0.0445	–	–	0.1872*	0.0445
ds4 (EE)	0.2709***	0.1409	–	–	0.2709***	0.1409
ds5 (MM)	0.2599**	0.1226	–	–	0.2599**	0.1226
ds6 (M)	–	–	–	–	–	–
ds7 (MI)	–	–	–	–	–	–
ds8 (O)	0.0783	0.1731	–	–	0.0783	0.1731
ds9 (PC)	–	–	–	–	–	–
ds10 (PG)	–	–	–	–	–	–
ds11 (Q)	-0.0149	0.4172	–	–	-0.0149	0.4172
ds12 (SM)	0.4517**	0.2056	–	–	0.4517**	0.2056
ds13 (S)	–	–	–	–	–	–
ds14 (TL)	–	–	–	–	–	–
ds15 (TX)	0.0711	0.2203	–	–	0.0711	0.2203
ds16 (TS)	0.1911	0.1562	–	–	0.1911	0.1562
ds17 (VP)	0.2090*	0.0655	–	–	0.2090*	0.0655
Estatística-F	2,23*		1,62		–	
Estatística-Chi <sup>2</sup>	–		–		11177,00*	
R <sup>2</sup> ajust.	29,70%		6,06%		53,94%	
nº Obs.	59		59		59	
Breush-Pagan (Chi <sup>2</sup> )	2,80***					
Hausman (Chi <sup>2</sup> )	11,24					

EPR: erro padrão robusto

\* sig. 1%  
 \*\* sig. 5%  
 \*\*\* sig. 10%

**Tabela 45 - Resultados da aplicação do modelo concentração de votos (MCV) sobre a amostra estrutura múltipla (EM).**

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_2 LLA_{it} CV_{it} + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{a=2}^7 \delta_a da_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t,i,t}$$

	Modelo Concentração de Votos (MCV)					
	Amostra Estrutura Múltipla (EM)					
	POOLED		EF		EA	
	Coef.	EPR	Coef.	EPR	coef.	EPR
Cons	0.0885	0.1243	-0.0178	0.0632	0.0337	0.1515
LLA	1.1799*	0.4229	1.5675*	0.5446	1.2618*	0.4415
LLA.CV	-0.0180**	0.0073	-0.0226*	0.0082	-0.0190**	0.0076
LLA.MTB	0.4705*	0.1301	0.5044*	0.1218	0.4652*	0.1227
LLA.NEG	-1.3796*8	0.5485	-2.4489*	0.6617	-1.5367*	0.5705
dy2 (2001)	-0.0535	0.0793	-0.0312	0.0757	-0.0515	0.0750
dy3 (2002)	0.1014	0.0902	0.0798	0.0857	0.0932	0.0859
dy4 (2003)	-0.1661	0.1140	-0.1544	0.1078	-0.1637	0.1099
dy5 (2004)	-0.1120	0.0774	-0.0567	0.0716	-0.1011	0.0733
dy6 (2005)	-0.2911*	0.0899	-0.1884**	0.0843	-0.2657*	0.0860
dy7 (2006)	-0.1865**	0.0770	-0.0883	0.0718	-0.1602**	0.0728
ds2 (CM)	0.0568	0.1564	–	–	0.0996	0.2087
ds3 (CT)	–	–	–	–	–	–
ds4 (EE)	0.0698	0.1241	–	–	0.1062	0.1613
ds5 (MM)	-0.4818	0.3632	–	–	-0.4503	0.4163
ds6 (M)	0.1543	0.1430	–	–	0.1993	0.1857
ds7 (MI)	-0.0452	0.1402	–	–	-0.0053	0.1728
ds8 (O)	0.0419	0.1375	–	–	0.0631	0.1783
ds9 (PC)	-0.0669	0.1367	–	–	-0.0388	0.1767
ds10 (PG)	0.0120	0.1715	–	–	0.0371	0.2283
ds11 (Q)	0.0495	0.1565	–	–	0.0989	0.2131
ds12 (SM)	0.1255	0.1336	–	–	0.1497	0.1703
ds13 (S)	-0.0907	0.1109	–	–	-0.0647	0.1399
ds14 (TL)	-0.1965***	0.1136	–	–	-0.1484	0.1481
ds15 (TX)	-0.2965	0.1805	–	–	-0.2529	0.2236
ds16 (TS)	0.0779	0.2250	–	–	0.0757	0.2663
ds17 (VP)	-0.1640	0.1577	–	–	-0.1143	0.1937
Estatística-F	5,95*		7,35*		–	
Estatística-Chi <sup>2</sup>	–		–		176,71*	
R <sup>2</sup> ajust.	21,94%		17,73%		26,26%	
nº Obs.	441		441		441	
Breush-Pagan (Chi <sup>2</sup> )	2,76***					
Hausman (Chi <sup>2</sup> )	18,56**					

EPR: erro padrão robusto

\* sig. 1%  
 \*\* sig. 5%  
 \*\*\* sig. 10%



**Tabela 46 - Resultados da aplicação do modelo divergência entre direitos (MDD) sobre a amostra estrutura múltipla (EM)**

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{itit} + \beta_1 LLA_{it} IDD_{it} + \beta_2 LLA_{it} IDD_{it} EV_{it} + \sum_{n=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{a=2}^7 \delta_a da_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t}$$

Modelo Divergência entre Direitos (MDD)						
Amostra Estrutura Múltipla (EM)						
	POOLED		EF		EA	
	Coef.	EPR	coef.	EPR	Coef.	EPR
Cons	0.0724	0.1217	-0.0276	0.0600	0.0143	0.1504
LLA	1.2860**	0.6781	0.5508	1.2830	1.2188	0.7743
LLA.IDD	1.4265	1.2470	3.8182***	2.0269	1.8074	1.3602
LLA.IDD.EV	-2.4656*	0.7903	-2.8444*	0.8133	-2.6138*	0.8188
LLA.MTB	0.4701*	0.1172	0.5115*	0.1094	0.4655*	0.1089
LLA.NEG	-1.5543*	0.5314	-2.5388*	0.6726	-1.7086*	0.5620
dy2 (2001)	-0.0528	0.0775	-0.0374	0.0744	-0.0511	0.0736
dy3 (2002)	0.1090	0.0880	0.0766	0.0828	0.1001	0.0842
dy4 (2003)	-0.1707	0.1127	-0.1479	0.1063	-0.1651	0.1085
dy5 (2004)	-0.1161	0.0765	-0.0472	0.0701	-0.1010	0.0723
dy6 (2005)	-0.2918*	0.0888	-0.1806**	0.0835	-0.2635*	0.0849
dy7 (2006)	-0.1888**	0.0748	-0.0767	0.0692	-0.1593**	0.0707
ds2 (CM)	0.0559	0.1553	–	–	0.0983	0.2090
ds3 (CT)	–	–	–	–	–	–
ds4 (EE)	0.0894	0.1236	–	–	0.1275	0.1613
ds5 (MM)	-0.4679	0.3601	–	–	-0.4366	0.4127
ds6 (M)	0.1411	0.1455	–	–	0.1855	0.1907
ds7 (MI)	-0.0360	0.1401	–	–	0.0043	0.1745
ds8 (O)	0.0389	0.1358	–	–	0.0648	0.1770
ds9 (PC)	-0.0570	0.1368	–	–	-0.0292	0.1795
ds10 (PG)	0.0409	0.1692	–	–	0.0731	0.2252
ds11 (Q)	0.0614	0.1560	–	–	0.1058	0.2126
ds12 (SM)	0.1399	0.1350	–	–	0.1633	0.1727
ds13 (S)	-0.0717	0.1089	–	–	-0.0422	0.1388
ds14 (TL)	-0.1844	0.1136	–	–	-0.1355	0.1494
ds15 (TX)	-0.2644	0.1850	–	–	-0.2266	0.2306
ds16 (TS)	0.1170	0.2133	–	–	0.1129	0.2579
ds17 (VP)	-0.1629	0.1596	–	–	-0.1117	0.1959
Estatística-F	5,86*		7,58*		–	
Estatística-Chi <sup>2</sup>	–		–		185,39*	
R <sup>2</sup> ajust.	22,30%		18,96%		26,75%	
n° Obs.	441		441		441	
Breush-Pagan (Chi <sup>2</sup> )	2,76***					
Hausman (Chi <sup>2</sup> )	23,03**					

EPR: erro padrão robusto

\* sig. 1%  
 \*\* sig. 5%  
 \*\*\* sig. 10%

Tabela 47 - Resultados da aplicação do modelo combinado (MCB) sobre a amostra de trabalho (AT).

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 .LLA_{it} CV_{it} + \beta_2 LLA_{it} IDD_{it} + \beta_3 .LLA_{it} CV_{it} IDD_{it} \\ + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t}$$

	Modelo Combinado (MCB)					
	Amostra de Trabalho (AT)					
	POOLED		EF		EA	
	coef.	EPR	coef.	EPR	Coef.	EPR
Cons	0.0861	0.1177	-0.0155	0.0650	0.0478	0.1336
LLA	1.3223*	0.5034	1.5273**	0.7548	1.3345**	0.5431
LLA.CV	0.0208	0.0138	0.0193	0.0201	0.0216	0.0145
LLA.IDD	4.5423**	1.8734	4.8774**	2.3465	4.7942**	1.9462
LLA.CV.IDD	-8.2177*	2.9077	-8.1741**	3.5971	-8.4895*	2.9989
LLA.MTB	0.3995*	0.1022	0.4422*	0.1203	0.4072*	0.1027
LLA.NEG	-1.6420*	0.4826	-2.5023*	0.6769	-1.7855*	0.5111
dy2 (2001)	-0.0704	0.0756	-0.0464	0.0746	-0.0687	0.0730
dy3 (2002)	0.0961	0.0848	0.0798	0.0824	0.0887	0.0821
dy4 (2003)	-0.1582	0.1082	-0.1437	0.1063	-0.1572	0.1054
dy5 (2004)	-0.0904	0.0744	-0.0479	0.0694	-0.0840	0.0714
dy6 (2005)	-0.2980*	0.0830	-0.2181*	0.0798	-0.2843*	0.0804
dy7 (2006)	-0.1827*	0.0708	-0.1032	0.0691	-0.1692**	0.0686
ds2 (CM)	0.0849	0.1392	–	–	0.1259	0.1646
ds3 (CT)	-0.0147	0.0996	–	–	0.0093	0.1171
ds4 (EE)	0.0525	0.1127	–	–	0.0775	0.1352
ds5 (MM)	-0.2698	0.3209	–	–	-0.2458	0.3715
ds6 (M)	0.1513	0.1336	–	–	0.1809	0.1608
ds7 (MI)	-0.0376	0.1310	–	–	-0.0092	0.1511
ds8 (O)	-0.0482	0.1182	–	–	-0.0220	0.1411
ds9 (PC)	-0.0594	0.1254	–	–	-0.0400	0.1510
ds10 (PG)	-0.0113	0.1648	–	–	0.0055	0.2034
ds11 (Q)	0.0337	0.1482	–	–	0.0586	0.1861
ds12 (SM)	0.1643	0.1197	–	–	0.1746	0.1427
ds13 (S)	-0.0827	0.0999	–	–	-0.0598	0.1175
ds14 (TL)	-0.2110**	0.1071	–	–	-0.1776	0.1285
ds15 (TX)	-0.3043**	0.1558	–	–	-0.2734	0.1795
ds16 (TS)	0.1467	0.1488	–	–	0.1480	0.1685
ds17 (VP)	-0.1197	0.1369	–	–	-0.0865	0.1607
Estatística-F	6,95*		6,60*		–	
Estatística-Chi <sup>2</sup>	–		–		376,46*	
R <sup>2</sup> ajust.	25,02%		20,30%		29,17%	
nº Obs.	500		500		500	
Breush-Pagan (Chi <sup>2</sup> )	2,72***					
Hausman (Chi <sup>2</sup> )	8,37					

EPR: erro padrão robusto

\* sig. 1%  
 \*\* sig. 5%  
 \*\*\* sig. 10%

**Tabela 48 - Resultados da aplicação do modelo governança (MGOV) versão concentração de votos sobre a amostra de trabalho (AT).**

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} CV_{it} + \sum_{k=1}^3 \theta_k LLA_{it} CV_{it} GOV_{it}^k + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t}$$

Modelo Governança (MGOV) – Versão Concentração de Votos						
Amostra de Trabalho (AT)						
	POOLED		EF		EA	
	Coef.	EPR	Coef.	EPR	Coef.	EPR
Cons	0.0828	0.1139	-0.0132	0.0647	0.0425	0.1296
LLA	1.1668*	0.3887	1.6304*	0.5309	1.2387*	0.4055
LLA.CV	-0.0172**	0.0070	-0.0203**	0.0085	-0.0179**	0.0072
LLA.CV.N1	-0.0053	0.0310	0.0089	0.0418	-0.0035	0.0346
LLA.CV.N2	-0.0308	0.0412	-0.0197	0.0449	-0.0244	0.0406
LLA.CV.NM	-0.0102	0.0495	-0.0995	0.0742	-0.0274	0.0522
LLA.MTB	0.4609*	0.1064	0.4813*	0.1218	0.4589*	0.1077
LLA.NEG	-1.2375**	0.4990	-2.1752*	0.6657	-1.3912*	0.5200
dy2 (2001)	-0.0647	0.0757	-0.0347	0.0741	-0.0630	0.0729
dy3 (2002)	0.0830	0.0873	0.0739	0.0838	0.0765	0.0843
dy4 (2003)	-0.1607	0.1078	-0.1438	0.1056	-0.1591	0.1050
dy5 (2004)	-0.0989	0.0756	-0.0628	0.0700	-0.0941	0.0725
dy6 (2005)	-0.3120*	0.0837	-0.2228*	0.0804	-0.2977*	0.0812
dy7 (2006)	-0.1949*	0.0716	-0.1083	0.0700	-0.1819*	0.0693
ds2 (CM)	0.0882	0.1361	–	–	0.1182	0.1627
ds3 (CT)	-0.0407	0.1036	–	–	-0.0309	0.1207
ds4 (EE)	0.0772	0.1083	–	–	0.1045	0.1310
ds5 (MM)	-0.2995	0.3091	–	–	-0.3005	0.3474
ds6 (M)	0.1682	0.1319	–	–	0.2028	0.1605
ds7 (MI)	-0.0271	0.1304	–	–	0.0010	0.1478
ds8 (O)	-0.0066	0.1158	–	–	0.0208	0.1398
ds9 (PC)	-0.0530	0.1261	–	–	-0.0332	0.1522
ds10 (PG)	0.0285	0.1600	–	–	0.0477	0.1984
ds11 (Q)	0.0545	0.1445	–	–	0.0865	0.1821
ds12 (SM)	0.1639	0.1166	–	–	0.1779	0.1387
ds13 (S)	-0.0662	0.0962	–	–	-0.0432	0.1134
ds14 (TL)	-0.1834***	0.1007	–	–	-0.1472	0.1224
ds15 (TX)	-0.2605**	0.1520	–	–	-0.2221	0.1760
ds16 (TS)	0.0914	0.1746	–	–	0.0680	0.1948
ds17 (VP)	-0.1305	0.1329	–	–	-0.0936	0.1555
Estatística-F	6,30*		6,12*		–	
Estatística-Chi <sup>2</sup>	–		–		2317,84*	
R <sup>2</sup> ajust.	23,55%		19,44%		27,91%	
n° Obs.	500		500		500	
Breush-Pagan (Chi <sup>2</sup> )	2,94**					
Hausman (Chi <sup>2</sup> )	16,47					

EPR: erro padrão robusto

\* sig. 1%  
 \*\* sig. 5%  
 \*\*\* sig. 10%

**Tabela 49 - Resultados da aplicação do modelo governança (MGOV) versão divergência entre direitos sobre a amostra estrutura múltipla (EM)**

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} IDD_{it} + \sum_{k=1}^2 \theta_k LLA_{it} IDD_{it} GOV_{it}^k + \beta_2 LLA_{it} IDD_{it} EV_{it} + \sum_{q=1}^2 \pi_q LLA_{it} IDD_{it} EV_{it} GOV_{it}^q + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{y=2}^7 \delta_y dy_{it} + \sum_{s=2}^{17} \gamma_s ds_{it} + e_{i,t}$$

Modelo Governança (MGOV) – Versão Divergência entre Direitos						
Amostra Estrutura Múltipla (EM)						
	POOLED		EF		EA	
	coef.	EPR	Coef.	EPR	Coef.	EPR
Cons	0.0632	0.1134	-0.0100	0.0594	0.0065	0.1369
LLA	1.6861**	0.7143	0.8860	1.2874	1.5708**	0.8082
LLA.IDD	0.3905	1.3087	2.7609	2.0131	0.8094	1.3987
LLA.IDD.N1	2.2483	2.7251	3.0460	3.2545	2.9094	3.0916
LLA.IDD.N2	1.3664	3.9298	5.6087**	2.6950	2.4540	3.6685
LLA.IDD.EV	-2.5303*	0.8152	-2.8412*	0.8240	-2.6307*	0.8309
LLA.IDD.EV.N1	0.1031	2.8334	-0.8093	3.3870	-0.4694	3.1850
LLA.IDD.EV.N2	-2.1322	4.3300	-5.7902***	3.2945	-2.9076	4.0782
LLA.MTB	0.4548*	0.1191	0.4653*	0.1255	0.4401*	0.1136
LLA.NEG	-1.4404*	0.5036	-2.3022*	0.6707	-1.5817*	0.5408
dy2 (2001)	-0.0640	0.0779	-0.0517	0.0753	-0.0656	0.0738
dy3 (2002)	0.1002	0.0897	0.0691	0.0835	0.0890	0.0852
dy4 (2003)	-0.2022***	0.1093	-0.1764***	0.1053	-0.1988***	0.1053
dy5 (2004)	-0.1487***	0.0782	-0.0789	0.0710	-0.1347***	0.0737
dy6 (2005)	-0.3160*	0.0895	-0.2142**	0.0843	-0.2902*	0.0853
dy7 (2006)	-0.2138*	0.0763	-0.1068	0.0715	-0.1857*	0.0722
ds2 (CM)	0.0869	0.1476	–	–	0.1320	0.2026
ds3 (CT)	–	–	–	–	–	–
ds4 (EE)	0.1109	0.1090	–	–	0.1499	0.1436
ds5 (MM)	-0.4185	0.3533	–	–	-0.3835	0.4093
ds6 (M)	0.1691	0.1309	–	–	0.2186	0.1761
ds7 (MI)	-0.0371	0.1285	–	–	0.0067	0.1591
ds8 (O)	0.0465	0.1214	–	–	0.0732	0.1636
ds9 (PC)	-0.0506	0.1220	–	–	-0.0241	0.1631
ds10 (PG)	0.0928	0.1609	–	–	0.1306	0.2169
ds11 (Q)	0.0771	0.1440	–	–	0.1241	0.2018
ds12 (SM)	0.1435	0.1161	–	–	0.1686	0.1507
ds13 (S)	-0.0333	0.0960	–	–	-0.0048	0.1192
ds14 (TL)	-0.1515	0.0991	–	–	-0.1009	0.1310
ds15 (TX)	-0.2299	0.1773	–	–	-0.1994	0.2225
ds16 (TS)	0.1870	0.1947	–	–	0.1823	0.2345
ds17 (VP)	-0.1654	0.1484	–	–	-0.1254	0.1784
Estatística-F	5,43*		10,72*		–	
Estatística-Chi <sup>2</sup>	–		–		205,58*	
R <sup>2</sup> ajust.	23,18%		20,50%		28,21%	
nº Obs.	441		441		441	
Breush-Pagan (Chi <sup>2</sup> )	2,75***					
Hausman (Chi <sup>2</sup> )	20,65					

EPR: erro padrão robusto

\* sig. 1%  
 \*\* sig. 5%  
 \*\*\* sig. 10%

**Tabela 50 - Resultados da aplicação do modelo lucros e dividendos (MLD) sobre a amostra dividendos com juros (DIVJ) e a amostra dividendos (DIV)**

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} IDD_{it} + \beta_2 LLA_{it} CV_{it} IDD_{it} + \alpha_2 DIVA_{it} + \theta_1 DIVA_{it} IDD_{it} + \theta_2 DIVA_{it} CV_{it} IDD_{it} + \sum_{j=1}^2 \varpi_j LLA_{it} VC_{it}^j + \sum_{k=1}^2 \gamma_k DIVA_{it} VC_{it}^k + e_{i,t}$$

Modelo Lucros e Dividendos (MLD)				
POOLED				
	Amostra DIVJ		Amostra DIV	
	coef.	EPR	coef.	EPR
Cons	0.0136	0.1336	0.0284	0.1437
LLA	-0.0458	0.8620	-0.0968	0.8778
LLA.IDD	4.3019**	1.7978	4.2570**	1.8741
LLA.CV.IDD	-4.9040**	2.2973	-4.3579***	2.4411
DIVA	4.9802	5.6356	4.2293	6.2080
DIVA.IDD	-6.8527***	3.9160	-7.2511***	4.4196
DIVA.CV.IDD	2.3079	5.4487	-0.1397	5.8868
LLA.MTB	0.6954*	0.2303	0.6272**	0.2449
LLA.NEG	-1.4754	1.1287	-1.2646	1.1380
DIVA.TAM	-0.1970	0.3632	-0.1258	0.4180
DIVA.END	4.4608***	2.3271	5.2956**	2.6883
dy2 (2001)	0.0907	0.0742	0.0553	0.0948
dy3 (2002)	0.2051**	0.0832	0.1874***	0.0990
dy4 (2003)	-0.1247	0.1253	-0.1267	0.1486
dy5 (2004)	-0.0649	0.0666	-0.0589	0.0851
dy6 (2005)	-0.1794**	0.0802	-0.2331**	0.0934
dy7 (2006)	-0.0810	0.0657	-0.1098	0.0827
ds2 (CM)	0.0627	0.1779	0.0771	0.1810
ds3 (CT)	-	-	-	-
ds4 (EE)	0.1022	0.1357	0.1123	0.1373
ds5 (MM)	-0.4925	0.3553	-0.5007	0.3741
ds6 (M)	0.0723	0.1506	0.0842	0.1515
ds7 (MI)	-0.0906	0.1586	-0.1303	0.1545
ds8 (O)	-0.1119	0.1347	-0.1390	0.1475
ds9 (PC)	-0.1238	0.1390	-0.1074	0.1416
ds10 (PG)	-0.0024	0.1976	0.01867	0.2157
ds11 (Q)	-0.0764	0.1590	-0.0618	0.1599
ds12 (SM)	0.0390	0.1432	0.0986	0.1447
ds13 (S)	-	-	-	-
ds14 (TL)	-0.2146***	0.1264	-0.1832	0.1285
ds15 (TX)	-0.2836	0.1944	-0.2713	0.1986
ds16 (TS)	0.1498	0.1602	0.3767*	0.1284
ds17 (VP)	-0.2414	0.1595	-0.2449	0.1774
LLA=DIVA	0,90		0,55	
LLA.IDD=DIVA.IDD	5,34**		4,09**	
LL.IDD.EV=DIVA.IDD.EV	1,31		0,35	
Estatística-F	5,57*		4,82*	
R <sup>2</sup> ajust.	28,81%		28,74%	
n° Obs.	340		285	

EPR: erro padrão robusto

\* sig. 1%  
 \*\* sig. 5%  
 \*\*\* sig. 10%