

A INFLUÊNCIA DA ADOÇÃO DE PRÁTICAS DIFERENCIADAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE A ACURÁCIA DAS PREVISÕES DOS ANALISTAS DO MERCADO BRASILEIRO

Flávia Zóboli Dalmácio

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo
Professora do Depto. Contabilidade e Atuária da FEA - Universidade de São Paulo
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908, C. Universitária, São Paulo/SP, Brasil – CEP 05.508-900
Telefone: (11) 3091-5820 E-mail: flaviagd@usp.br

Alexsandro Broedel Lopes

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo
Professor Titular do Depto. Contabilidade e Atuária da FEA - Universidade de São Paulo
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908, C. Universitária, São Paulo/SP, Brasil – CEP 05.508-900
Telefone: (11) 3091-5820 E-mail: broedel@usp.br

Alfredo Sarlo Neto

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo
Professor Adjunto da Universidade Federal do Espírito Santo
Av. Fernando Ferrari, 514, Goiabeiras, Vitória/ES – CEP 29.075-910
Telefone: (27) 3335-2594 E-mail: sarloneto@ccje.ufes.br

Amaury José Rezende

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo
Professor do Depto. Contabilidade da FEARP - Universidade de São Paulo
Av. Bandeirantes, 3900 – Monte Alegre – Ribeirão Preto, SP, Brasil – CEP 14.040-900
Telefone: (27) 55 (16) 3602-3919 E-mail: amauryj@usp.br ou amauryjr@fearp.usp.br

RESUMO

O objetivo do trabalho foi investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro. A acurácia das previsões dos analistas foi mensurada a partir de metodologias propostas na literatura nacional e internacional. Como *proxy* para adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa foi utilizado o *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI). A amostra de trabalho da pesquisa foi composta por 105 empresas de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo e que possuíam cobertura regular dos analistas de mercado, durante o período de 2000 a 2008. Foram consideradas, na amostra, tanto as instituições financeiras quanto as não-financeiras, a partir do universo das empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa, totalizando 2.352 observações. Essas observações referem-se às previsões dos analistas (lucro por ação previsto), disponíveis e coletadas no banco de dados do Sistema *Thomson ONE Analytics*®, para cada uma das empresas da amostra, num determinado período. A amostra de trabalho consistiu num conjunto de dados em painel não balanceado. De acordo com os resultados, há evidências de que a governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões dos analistas de investimento. Entende-se que este trabalho contribui para a literatura nacional e internacional, a respeito de governança corporativa e previsão de analistas, mas, também, para o mercado de capitais brasileiro, ao demonstrar os benefícios diretos e indiretos da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa por parte das empresas brasileiras.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Acurácia; Previsões; Analistas; Sinalização.

1 INTRODUÇÃO

Os analistas de investimentos atuam como intermediários no processo de tomada de decisão dos investidores, pois auxiliam na escolha e gerenciamento dos investimentos. Ao mesmo tempo, esses analistas podem ser considerados usuários e propagadores das informações divulgadas pelas empresas, pois coletam, consolidam as informações divulgadas pelas empresas, avaliam o desempenho das mesmas e realizam previsões sobre os resultados futuros, além de recomendar operações de compra, venda e manutenção de ações, para os investidores (SCHIPPER, 1991; ABARBANELL e BUSHEE, 1997; HEALY e PALEPU, 2001; MARTINEZ, 2004; BHAT *et al*, 2006). Conseqüentemente, a qualidade da informação fornecida pelas empresas afetará a qualidade das previsões feitas pelos analistas.

Mas, como verificar se as informações divulgadas são fidedignas, confiáveis, relevantes e atendem aos interesses dos analistas e investidores? A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pode ser parte da resposta para essa questão, pois possibilita a oportunidade, qualidade e credibilidade das informações divulgadas. De acordo com Dechow e Schrand (2004), a governança afeta positivamente a qualidade dos números contábeis reportados e lucros de boa qualidade são persistentes e previsíveis.

Além disso, evidências encontradas na literatura nacional e internacional têm mostrado que as empresas buscam sinalizar, para o mercado, por meio da adoção de mecanismos diferenciados de governança corporativa, características como: proteção aos investidores (SHLEIFER e VISHNY, 1997; LA PORTA *et al*, 2002; SLOAN, 2001; KLAPPER e LOVE, 2002); maior valor de mercado (BLACK, 2001; BAUER *et al*, 2003; GOMPERS *et al*, 2003; DURNEV e KIM, 2004; BROWN e CAYLOR, 2004; FARBER, 2005; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; BLACK *et al*, 2006; LARCKER *et al*, 2007); menor volatilidade (BROWN e CAYLOR, 2004); menor custo de capital (LANG e LUNDHOLM, 1996; SHLEIFER e VISHNY, 1997; BLACK, 2001; BUSHMAN e SMITH, 2003; BHOJRAJ e SENGUPTA, 2003; GOMPERS *et al*, 2003; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; BLACK *et al*, 2006; ALENCAR, 2007; LOPES e WALKER, 2008); melhor desempenho operacional (JENSEN e MECKLING, 1976; KLAPPER e LOVE, 2002; GOMPERS *et al*, 2003; BROWN e CAYLOR, 2004; LARCKER *et al*, 2007); menor incerteza acerca dos resultados futuros (LANG e LUNDHOLM, 1996; DECHOW e SCHRAND, 2004; BHAT *et al*, 2006); facilidade de acesso a mercados estrangeiros (LOPES e WALKER, 2008); dentre outras.

Neste caso, dado o contexto de eficácia da governança, ela pode ser considerada como sinal e instrumento útil para seus usuários, em especial, para os analistas de investimento e investidores? Esse efeito sinalizador foi investigado, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização. De acordo com Spence (1973), os sinais funcionam como mecanismos de discriminação, num contexto de informação assimétrica, capazes de alterar as crenças e transmitir informações a outros indivíduos. Sob essa perspectiva, buscou-se responder a seguinte questão de pesquisa: Qual a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões dos analistas de investimento do mercado brasileiro? Portanto, o objetivo desse artigo é investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões do consenso de analistas de investimento do mercado brasileiro. Dessa forma, pretende-se verificar quão eficaz é a previsão dos analistas de investimento do mercado brasileiro, considerando-se a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa como sinal de credibilidade e qualidade informacional.

Entende-se que este trabalho contribui para a literatura, a respeito de governança

corporativa e previsão de analistas, mas, também, para o mercado de capitais brasileiro (analistas, investidores, auditores, bancos, instituições de investimento, agências de *rating*, fundos de pensão, órgãos reguladores, associações, bolsas de valores, próprias empresas, gestores, dentre outros), ao demonstrar os benefícios diretos e indiretos da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa por parte das empresas brasileiras.

2 PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 Teoria da Sinalização, Governança Corporativa e Analistas de Mercado

A Teoria da Sinalização trata dos problemas de assimetria informacional nos mercados e procura demonstrar como essa assimetria pode ser reduzida com a sinalização de mais informação. Apesar de essa teoria ter sido desenvolvida no mercado de trabalho, a sinalização é um fenômeno geral aplicável em qualquer mercado com assimetria informacional (MORRIS, 1987, p. 48). A sinalização é a tentativa, por parte de certos indivíduos, de comunicar suas informações privadas de um modo crível (MILGRON e ROBERTS, 1992).

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

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

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

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

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

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

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

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

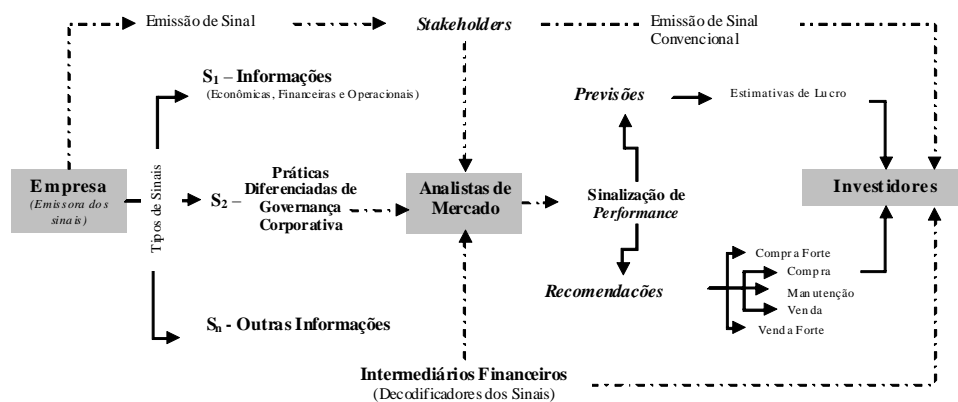


Ilustração 1 – Sinalização no mercado de capitais

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

Diante do fato que os investidores não têm muita certeza da capacidade de geração de retornos dos investimentos (realizados ou a realizar), pois nem todas as informações estão disponíveis, antes da sua aplicação, os investidores tendem a recorrer às previsões e recomendações dos analistas de investimento do mercado, como forma de diminuir a assimetria informacional existente. Entretanto, é necessário um tempo para que ocorra o aprendizado¹ e para que novos investimentos possam ser realizados.

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

Mesmo diante da interpretação dos sinais, pelos analistas de investimento do mercado, é necessário um tempo de maturação, que permita a análise e a verificação da eficácia dos sinais emitidos pelas empresas. Assim, os investidores podem medir a eficácia das suas escolhas pela realização ou não dos resultados estimados pelos analistas, ao longo do período.

2.2 Pesquisas Anteriores

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

Chiang e Chia (2005) investigaram em 225 empresas de alta tecnologia taiwanesas, durante o período de 2000 a 2002, se mais transparência corporativa conduz a previsões mais acuradas. Os resultados revelaram que quando a empresa evidencia mais informação sobre transparência financeira, o viés da previsão torna-se menor e, certamente, a acurácia será maior.

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

Byard *et al* (2006) examinaram a associação entre governança corporativa e qualidade da informação disponível para os analistas financeiros. Segundo os autores, a qualidade da governança corporativa está associada a um aumento na qualidade total da informação possuída pelos analistas financeiros, considerados usuários fundamentais dos *disclosures* financeiros fornecidos pelas empresas. Os resultados indicaram que a qualidade da informação dos analistas financeiros sobre os lucros futuros aumenta com a qualidade da governança corporativa. Os autores encontraram que os analistas acompanham empresas com melhor governança, pois, dessa maneira, possuem melhor informação sobre os lucros futuros dessas empresas.

2.3 Hipótese

Com base nas premissas da Teoria da Sinalização e na questão formulada, apresenta-se a seguinte hipótese, relacionada à adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões do consenso dos analistas de mercado das empresas listadas na Bovespa: H_0 : A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é positivamente relacionada com a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

A hipótese apresentada foi motivada pelas evidências encontradas na literatura internacional, mais especificamente, nas pesquisas de Chiang e Chia (2005), Bhat *et al* (2006) e Byard *et al* (2006) e pressupõe que, os analistas de investimento do mercado brasileiro assimilam o sinal emitido pelas empresas (adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa) de forma positiva, levando a uma previsão de lucros mais acurada.

3 METODOLOGIA

Por meio de investigações empírico-analíticas, buscou-se analisar o relacionamento entre as práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

3.1 Amostra e Definição das Variáveis

A amostra de trabalho consiste num conjunto de dados em painel não balanceado e foi composta por 105 empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo e que possuíam cobertura regular dos analistas de mercado. Foram consideradas tanto as instituições financeiras quanto as não-financeiras, a partir do universo

das empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa, no período de 2000 a 2008, totalizando 2.352 observaçõesⁱⁱ.

3.1.1 Variáveis Dependentes

1. Acurácia da Previsão do Consenso dos Analistas (APCA_N): medida derivada da metodologia utilizada por Martinez e Salim (2004) e Martinez (2004). Primeiro, de acordo com Martinez e Salim (2004) e Martinez (2004), calculou-se a diferença entre o resultado real (lucro efetivo) e o resultado projetado (lucro estimado) pelos analistas, dividido pelo valor absoluto (módulo) do resultado efetivo do período. Assim como Martinez e Salim (2004, p. 6) e Martinez (2004), optou-se pela média e não pela mediana do consenso dos analistas, pois a média “reflete com mais precisão a magnitude das estimativas e não, apenas, o número destas”.

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

Em que: LPA_{real} = lucro por ação efetivo do período; LPA_{prev} = lucro por ação apurado, a partir do consenso dos analistas (média) e $|LPA_{real}|$ = valor absoluto (módulo) do lucro por ação efetivo. Em seguida, de acordo com Martinez e Salim (2004) e Martinez (2004), calculou-se a média dos erros de previsão (MEP), a fim de verificar a existência de um viés nas previsões e a média dos erros de previsão absolutos (MEPA), a fim de estimar a acurácia dessas previsões. Quanto mais distante de zero for o valor dessa variável, maior o montante de erros de previsão, ou seja, quanto maior o valor de MEPA, menor acurácia.

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

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

$$APCA_N = (-1)MEPA$$

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

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

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

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

3.1.2 Variáveis Independentes

Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa (BCGI): como *proxy* para as práticas diferenciadas de governança corporativa, no Brasil, utilizou-se o *Brazilian Corporate*

Governance Index (BCGI), índice brasileiro de governança corporativa, desenvolvido por Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008). Em que o $BCGI_{i,t} = score$ no índice brasileiro de governança corporativa (BCGI) da empresa i no exercício social t .

3.1.3 Variáveis de Controle da Acurácia da Previsão Consensual dos Analistas

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

1. Idade da Previsão (IDADE): número de dias entre a data da previsão e a data do anúncio do resultado real. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior a idade da previsão, menor a acurácia (SILVA, 1998; CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004; BYARD *et al*, 2006).
2. Viés da Previsão (DOTIM): variável binária (*dummy*) que captura o viés da previsão. Essa variável assume valor igual a 1 (um) quando a previsão é otimista e 0 (zero) quando a previsão é pessimista (SILVA, 1998; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004).
3. Resultado (DRESULT): variável binária (*dummy*) que representa o resultado da empresa num determinado período (lucro ou prejuízo). Essa variável assume valor igual a 1 (um) quando o resultado real da empresa é prejuízo e 0 (zero) quando o resultado é lucro. De acordo com a literatura, há evidências de que se o resultado é prejuízo, a acurácia da previsão é menor (SILVA, 1998; ABARBANELL e LEHAVY, 2003; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; BYARD *et al*, 2006; BHAT *et al*, 2006).
4. Volatilidade dos Resultados (DVPRESULT): desvio padrão dos resultados reais, ou seja, desvio padrão do lucro por ação do ano t mais os 4 (quatro) anos anteriores ao da observação, escalonado pelo preço da ação da empresa i no período t . De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior a volatilidade dos resultados, menor é a acurácia (SILVA, 1998; BYARD *et al*, 2006; BHAT *et al*, 2006).
5. Cobertura dos Analistas (QANALIST): consiste na quantidade de analistas que acompanham a empresa i no período t . De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior o número de analistas que acompanham uma determinada empresa, maior é a acurácia (CONROY e HARRIS, 1987; BROWN, 1997; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004).
6. Dispersão das Estimativas (DVPESTIMAT): medida de risco, calculada como desvio padrão das estimativas (previsões) para a empresa i no período t , escalonado pelo preço da ação da empresa i no período t . De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior a dispersão das estimativas, menor a acurácia (CONROY e HARRIS, 1987; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; BYARD *et al*, 2006).
7. Tamanho (TAM): utilizou-se o logaritmo natural do valor de mercado da empresa como *proxy* para tamanho. Valor de mercado total da empresa, numa unidade monetária constante, apurado por meio da base de dados do Economática®, para 01/01 de cada ano, com 90 dias de tolerância. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior o tamanho da empresa analisada, maior a acurácia (BROWN, 1997; RICHARDSON *et al*, 1999; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; CHIANG e CHIA, 2005; BHAT *et al*, 2006).
8. *Price-to-book* (PTB): relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa i no tempo t . De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior o *price-to-book*, maior a acurácia (RICHARDSON *et al*, 1999; MARTINEZ, 2004).
9. Ano (DANO): variável *dummy* para capturar as particularidades de cada ano.

Representada por um conjunto de variáveis binárias (*dummies*), que assumem valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos. De acordo com a literatura (MARTINEZ, 2004; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006), as particularidades de cada ano influenciam na acurácia.

10. Setor de Atividade (DSETOR): Representado por um conjunto de variáveis binárias (*dummies*), que assumem valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores. De acordo com a literatura (SILVA, 1998; MARTINEZ, 2004, BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006).

3.2 Bases de Dados

Os dados e as informações utilizados na pesquisa foram coletados, a partir das fontes, mostradas no Quadro 1.

Quadro 1 – Fontes dos dados utilizados na pesquisa

Dados	Fontes
Previsões dos analistas de empresas brasileiras de capital aberto	Banco de dados do sistema <i>Thomson ONE Analytics</i> ®
Econômico-Financeiros e de Mercado das empresas brasileiras de capital aberto	Banco de dados do sistema Economática®.
Práticas diferenciadas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto	BCGI – <i>Brazilian Corporate Governance Index</i> (LOPES, 2008; LOPES e WALKER, 2008)

3.2.1 Brazilian Corporate Governance Index (BCGI)

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

O BCGI é um *score*, construído a partir de um questionário, composto de 15 questões e aplicado a todas as empresas listadas na Bovespa nos anos 1998, 2000, 2002, 2004 e 2006. As questões foram elaboradas, a fim de avaliar as quatro dimensões da governança corporativa, citadas anteriormente. As questões são binárias (0 ou 1), atribuindo-se 1 para as respostas que indicavam boa governança (por exemplo: (1) a empresa publica seus demonstrativos financeiros na data requerida, então, atribui-se nota 1; (2) a empresa não publica seus demonstrativos financeiros de acordo com os padrões internacionais, então, atribui-se nota 0). O *score* do BCGI foi obtido por meio de uma média simples das quatro dimensões analisadas. Todos os componentes do BCGI têm o mesmo peso. Os dados do BCGI foram coletados a partir de fontes públicas de informação, tais como: CVM, Bovespa e *web sites* das empresas e não exigia o envolvimento de pessoas ligadas à empresa. De acordo com Lopes (2008) e Lopes e Walker (2008), as questões estão relacionadas às boas práticas de governança corporativa recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e pelo Banco Mundial.

O componente *disclosure* do BCGI está relacionado à transparência dos demonstrativos financeiros, que reduz a assimetria da informação entre administradores e acionistas e conduz a resultados mais informativos. O segundo componente do BCGI – composição e função do conselho de administração (*board*) – é utilizado como *proxy* para o

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

Inicialmente, o BCGI foi calculado para todas as empresas de capital aberto, listadas na Bovespa, para os anos de 1998, 2000, 2002, 2004 e 2006. Vale ressaltar que, na coleta de dados, foram utilizados os mesmos índices de governança (BCGI) para os períodos t e $t+1$. Ou seja, o BCGI apurado para o ano de 2000 foi utilizado como *proxy* do BCGI de 2001, propiciando uma expansão no período da amostra. Vale ressaltar que o BCGI de 2006 foi utilizado como *proxy* do BCGI de 2007 e 2008 (t , $t+1$ e $t+2$).

3.3 Modelos

A fim de se atingir o objetivo de investigar a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões do consenso dos analistas de mercado, foi utilizada a abordagem de Efeitos Aleatórios para os modelos de regressão com uso de dados em painel. Os modelos apresentados nessa seção são modelos baseados numa relação linear entre as variáveis. O relacionamento entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões dos analistas de mercado pode ser expresso por:

$$ACURACIA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PGOV_{i,t} + \sum_j^K \varpi_j VC_{i,t}^j + a_i + \xi_{i,t}$$

Em que: $ACURACIA_{i,t}$ = acurácia da previsão do consenso dos analistas para a empresa i no período t . Essa variável será representada por $APCA_N$ (de acordo com a literatura nacional) e por $APCA_I$ (de acordo com a literatura internacional). $PGOV_{i,t}$ = variável independente que representa a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pela empresa i no período t . Essa variável será representada pelo BCGI; $VC_{i,t}^j$ = variáveis de controle j , de um total de k variáveis, para a empresa i no período t ; a_i representa os efeitos específicos não observáveis para a empresa i ; e $\xi_{i,t}$ representa o termo de erro do modelo.

O coeficiente α_1 representa a relação entre adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões dos analistas. Se o valor estimado para o parâmetro for positivo e estatisticamente significativo será uma indicação de que a variável que representa a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa proporciona um aumento na acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Entretanto, caso o valor estimado para o parâmetro seja negativo e estatisticamente significativo, será uma indicação de redução da acurácia.

Considerando que o modelo pode apresentar heterocedasticidade, ele foi estimado utilizando-se o método de regressão robusta^{iv}, por meio da inserção da matriz de White, “que procura detectar e corrigir situações de heterocedasticidade dos termos de perturbação (FÁVERO *et al*, 2009, p. 393). Para definição do modelo de dados em painel mais apropriado para ser utilizado, foram aplicados os testes de Breusch-Pagan, de Hausman e de Chow, de acordo com as especificações de cada teste. De acordo com os testes, a abordagem dos efeitos aleatórios foi a mais apropriada. Pela abordagem dos efeitos aleatórios (modelo de

componente dos erros), não há correlação alguma entre os efeitos não observáveis e as variáveis, sendo adequado a situações em que o intercepto de cada *cross-section* não é correlacionado com os regressores (GUJARATI, 2006; FÁVERO *et al*, 2009).

3.3.1 Modelo APCA_N

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

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

Em que: $APCA_N_{i,t}$ = acurácia da previsão de consenso dos analistas da empresa i no período t; $BCGI_{i,t}$ = score no índice brasileiro de governança corporativa (BCGI) da empresa i no exercício social t; $VC_{i,t}^j$ = variáveis de controle j, de um total de k variáveis, para a empresa i no período t; $da_{i,t}$ = DANO, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos; $ds_{i,t}$ = DSETOR, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores; a_i representa os efeitos específicos não observáveis para a empresa i; e $\xi_{i,t}$ representa o termo de erro do modelo.

3.3.2 Modelo APCA_I

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

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

Em que: $APCA_I_{i,t}$ = acurácia da previsão de consenso dos analistas da empresa i no período t. As demais variáveis são as mesmas utilizadas no modelo APCA_N.

3.4 Resultados Esperados

Considerando a plataforma teórica desenvolvida sobre como a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pode ser considerada um elemento sinalizador da estrutura informacional das empresas, ao mercado de capitais brasileiro, e as evidências encontradas nos trabalhos de Chiang e Chia (2005), Bhat *et al* (2006) e Byard *et al* (2006), espera-se que seja possível avaliar a eficácia da adoção dessas práticas na acurácia das previsões feitas pelos analistas de investimento do mercado brasileiro.

É possível esperar que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa tenha uma influência positiva na acurácia da previsão do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Espera-se que os coeficientes α_1 , da variável BCGI, nos modelos APCA_N e APCA_I, sejam positivos e estatisticamente significantes.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva das Variáveis

De acordo com os procedimentos descritos na metodologia e a partir dos dados coletados de suas respectivas fontes, na Tabela 1, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nos modelos de acurácia das previsões do consenso dos analistas de mercado.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
APCA_N	-0,35	0,43	-4,46	-0,02
APCA_I	-4,90	15,11	-226,10	0,00
BCGI	0,50	0,14	0,00	0,87
IDADE	89,64	70,12	0,00	440,00
DOTIM	-	-	0,00	1,00
DRESULT	-	-	0,00	1,00
DVPRESULT	13,37	33,83	0,00	286,59
QANALIST	7,09	2,65	2,00	14,00
DVPESTIMAT	5,57	17,57	0,00	252,19
TAM	22,61	1,25	18,93	26,74
PTB	3,06	3,73	-11,35	40,27

Pelos dados apresentados na Tabela 1, observa-se, por meio das medidas de acurácia (APCA_N e APCA_I), um distanciamento entre os valores previstos pelos analistas e os valores realizados pelas empresas. Em relação ao nível de governança corporativa, observa-se que ainda existem empresas, no Brasil, que não adotam práticas diferenciadas de governança (BCGI).

4.2 Relação entre a Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e a Acurácia das Previsões do Consenso dos Analistas

A análise da acurácia das previsões foi feita, a partir do consenso dos analistas. Segundo Martinez (2004, p. 42), “a análise do consenso fundamenta-se na idéia de que a representação das expectativas do mercado pode ser obtida por uma medida de tendência central da distribuição das projeções dos analistas”. O consenso dos analistas reduz os erros de previsão e tem melhor desempenho que as previsões individuais dos analistas (BEAVER, 1981; CONROY e HARRIS, 1987). Adicionalmente, o uso de um consenso reduz o risco de escolher, impropriamente, uma única previsão (CONROY e HARRIS, 1987). No entanto, similarmente ao estudo de Richardson *et al* (1999), foram utilizadas as previsões individuais dos analistas para calcular as previsões do consenso.

4.2.1 Modelo APCA_N

A partir do modelo APCA_N, buscou-se verificar se a variável APCA_N, que representa a acurácia da previsão do consenso dos analistas, mensurada de acordo com a literatura nacional (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004), é influenciada pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, representada pelo *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI).

Observando-se, na Tabela 2, os resultados obtidos por meio da utilização do modelo APCA_N pela abordagem dos efeitos aleatórios, verifica-se que a variável BCGI apresentou valor positivo (0,2151) e estatisticamente significativa (1%), indicando uma relação positiva entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões

do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Tabela 2 – Resultados do modelo APCA_N

Variável Dependente: APCA_N e Variável Independente: BCGI		
Efeitos Aleatórios		
CONS	1,4317*	(0,5364)
BCGI	0,2151*	(0,0695)
Variáveis de Controle		
IDADE	0,0000	(0,0001)
DOTIM	-0,0803*	(0,0119)
DRESULT	-0,7144*	(0,0536)
DVPRESULT	-0,0003	(0,0004)
QANALIST	0,0105***	(0,0060)
DVPESTIMAT	-0,0010	(0,0006)
TAM	-0,0855*	(0,0248)
PTB	0,0148**	(0,0074)
Dummy ANO	sim	
Dummy SETOR	sim	
n. Obs.	2.352	
Estatística-Chi ²	738,42*	
R ² ajust.	33,43%	

Nota: (1) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *(1%), **(5%) e ***(10%); (2) Para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o oposto; (3) Os valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes.

Pela abordagem dos efeitos aleatórios, o resultado da estatística Chi² apresentou valor (738,42) significativa (1%), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. De modo que, ao analisar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro, observou-se que: (1) Previsões otimistas (DOTIM) são menos acuradas. Contrariando as evidências encontradas por Silva (1998); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004); (2) Para empresas com prejuízo (DRESULT), as previsões são menos acuradas, conforme as evidências já encontradas por Silva (1998); Abarbanell e Lehavý (2003); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004); Byard *et al* (2006); Bhat *et al* (2006); (3) A variável QANALIST apresentou valor positivo e significativa (10%), ou seja, quanto maior o número de analistas que acompanham a empresa, maior a acurácia do consenso, corroborando com os resultados de Conroy e Harris (1987); Brown (1997); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004); (4) A variável TAM apresentou valor negativo e significativa (1%), indicando que quanto maior a empresa, menor a acurácia. Evidências contrárias foram encontradas por Brown (1997); Richardson *et al* (1999); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004); Chiang e Chia (2005); Bhat *et al* (2006); (5) A variável PTB apresentou valor positivo e significativa (5%), indicando que quanto maior o price-to-book da empresa, maior a acurácia, corroborando com os achados de Richardson *et al* (1999); Martinez (2004); (6) As variáveis IDADE, DVPRESULT e DVPESTIMAT não foram estatisticamente significantes.

4.2.2 Modelo APCA_I

Por meio do modelo APCA_I, buscou-se verificar se a acurácia da previsão do consenso dos analistas, mensurada de acordo com a literatura internacional (DURU e REEB, 2002; LANG e LUNDHOLM, 1996; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006) e representada pela variável APCA_I, é influenciada, positiva e significativamente, pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, representada pelo *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI).

Tabela 3 – Resultados do modelo APCA_I
Variável Dependente: APCA_I e Variável Independente: BCGI

Efeitos Aleatórios		
CONS	19,9233*	(5,4383)
BCGI	5,4729*	(1,7795)
Variáveis Controle		
IDADE	-0,0012	(0,0019)
DOTIM	0,2411	(0,3220)
DRESULT	-4,0881*	(1,0086)
DVPRESULT	0,0744*	(0,0216)
QANALIST	0,3615**	(0,1436)
DVPESTIMAT	-0,7320*	(0,0494)
TAM	-0,8346*	(0,2513)
PTB	0,0561***	(0,0336)
Dummy ANO	sim	
Dummy SETOR	sim	
n. Obs.	2.352	
Estatística-Chi ²	1.080,59*	
R ² ajust.	88,55%	

Nota: (1) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *(1%), **(5%) e ***(10%); (2) Para *dummies* ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o oposto; (3) Os valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes.

Observando-se, na Tabela 3, os resultados obtidos por meio da utilização do modelo APCA_I pela abordagem dos efeitos aleatórios, verifica-se que a variável BCGI apresentou valor positivo (5,4729) e estatisticamente significativa (1%), indicando uma relação positiva entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Observa-se que o resultado da estatística Chi², pela abordagem dos efeitos aleatórios, apresentou valor (1.080,59) significativa (1%), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. De modo que, ao analisar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro, observou-se que: (1) Para empresas com prejuízo (DRESULT), as previsões são menos acuradas, conforme as evidências já encontradas por Silva (1998); Abarbanell e Lehavy (2003); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004); Byard *et al* (2006); Bhat *et al* (2006); (2) A variável DVPRESULT apresentou valor positivo e significativa (1%), ou seja, quanto maior o desvio padrão dos resultados, maior a acurácia do consenso. Evidências contrárias foram encontradas por Silva (1998); Byard *et al* (2006); Bhat *et al* (2006); (3) A variável QANALIST apresentou valor positivo e significativa (5%), ou seja, quanto maior o número de analistas que acompanham a empresa, maior a acurácia do consenso, corroborando com os resultados de Conroy e Harris (1987); Brown (1997); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004); (4) A variável DVPESTIMAT apresentou valor negativo e significativa (1%), ou seja, quanto menor o desvio das estimativas, maior a acurácia, de acordo com as evidências apresentadas por Conroy e Harris (1987); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004); Byard *et al* (2006); (5) A variável TAM apresentou valor negativo e significativa (1%), indicando que quanto maior a empresa, menor a acurácia. Evidências contrárias foram encontradas por Brown (1997); Richardson *et al* (1999); Martinez e Salim (2004); Martinez (2004); Chiang e Chia (2005); Bhat *et al* (2006); (6) A variável PTB apresentou valor positivo e significativa (10%), indicando que quanto maior o price-to-book da empresa, maior a acurácia, corroborando com os achados de Richardson *et al* (1999); Martinez (2004); (7) As variáveis IDADE, DOTIM, não foram estatisticamente significantes.

Esses resultados confirmam a hipótese de que a adoção de práticas diferenciadas de

governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões do consenso de analistas de investimento do mercado brasileiro. Buscou-se essa relação, pois, de acordo com Bhat *et al* (2006), o estudo dos impactos da adoção de mecanismos e práticas de governança corporativa sobre as previsões dos analistas de mercado é um campo ainda inexplorado.

Sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, considerou-se que a governança corporativa representa um sinal, emitido pelas empresas, ao mercado de capitais, capaz de influenciar a acurácia das previsões dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Considerou-se que empresas dentro do mesmo ambiente contratual, institucional, cultural, possam ter incentivos para sinalizar, ao mercado, que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa e que os sinais emitidos, por meio dessa adoção, representam parâmetros na mudança da probabilidade condicional que definem as crenças, tanto dos analistas na elaboração de suas previsões e recomendações quanto dos investidores na escolha de seus investimentos.

Verificou-se que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa tem uma influência positiva sobre a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Nos modelos APCA_N e APCA_I, o BCGI apresentou coeficiente positivo e significativo. A partir dos resultados obtidos, percebe-se que há evidências, no Brasil, de que a acurácia da previsão do consenso dos analistas é influenciada positivamente pelas práticas diferenciadas de governança corporativa adotadas pelas empresas e que os analistas de investimento podem estar assimilando o sinal (práticas diferenciadas de governança corporativa), emitido pelas empresas brasileiras, levando a uma previsão de lucros mais acurada. As evidências encontradas reafirmam a utilidade da governança corporativa para os analistas de investimento do mercado brasileiro.

Assim, como nas pesquisas de Chiang e Chia (2005), Bhat *et al* (2006) e Byard *et al* (2006), encontrou-se uma relação entre a governança e a acurácia das previsões dos analistas. Verificou-se que a governança corporativa pode ser considerada uma fonte de informação, pois ela afeta positivamente a qualidade dos números contábeis reportados, que são relevantes e significantes na previsão de lucros futuros. Há evidências de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa confere qualidade (confiabilidade e relevância) aos lucros reportados e estes passam a ser bons indicadores da *performance* operacional futura e a refletir, ano após ano, o valor intrínseco da empresa (DECHOW e SCHRAND, 2004), favorecendo a acurácia das previsões feitas pelos analistas de investimento do mercado brasileiro, ou seja, favorecendo a exatidão dos resultados previstos.

Quando a empresa sinaliza mais informação para os *outsiders*, ela tende a eliminar a assimetria de informação (CHIANG e CHIA, 2005). Assim sendo, a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa reduz a assimetria informacional; reduz a incerteza sobre o futuro e pode contribuir para o aumento da confiança dos analistas e/ou investidores na empresa; além de favorecer a liquidez do mercado (BROWN e CAYLOR, 2004), como garantia de que não haja comprometimento do volume de negócios realizados no mercado.

Mesmo com a utilização de dois diferentes modelos de acurácia para as previsões do consenso (de acordo com a literatura nacional e internacional), a governança corporativa apresentou influência positiva sobre a exatidão dos resultados previstos pelos analistas. Verificou-se que o BCGI demonstrou influência positiva sobre a acurácia das previsões do consenso de analistas e que todas as dimensões da governança corporativa (*disclosure*,

composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, e direitos dos acionistas) juntas, no BCGI, mostraram-se significativas do que individualmente. Esses resultados sugerem que os analistas levam em consideração, em suas análises e previsões sobre os resultados futuros, todas as dimensões (mecanismos e práticas diferenciadas) da governança corporativa, ao mesmo tempo.

Os resultados obtidos reforçam a importância das recomendações da Bovespa, CVM, Banco Mundial, IBGC (e outros) sobre a necessidade de adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa. Percebe-se que a governança, além de ter importância para analistas e investidores, no processo de avaliação das empresas, pode ter implicações positivas para outros agentes que atuam no mercado de capitais brasileiro.

Algumas limitações de pesquisa devem ser consideradas, dentre elas, destaca-se o número limitado de empresas brasileiras de capital aberto acompanhadas por analistas de mercado e disponíveis no sistema da *Thomson ONE Analytics*®. Portanto, a amostra foi selecionada de forma intencional e não probabilística, entre aquelas empresas que eram acompanhadas por analistas e estavam disponíveis na base de dados do sistema *Thomson ONE Analytics*®, de forma que os resultados da pesquisa não podem ser generalizados para a população como um todo. As evidências se referem à amostra de trabalho utilizada.

Ademais, vale destacar que parte dos resultados obtidos foi baseada nos scores do BCGI, que serviu de *proxy* para a adoção de práticas diferenciadas de governança pelas empresas brasileiras. Bhagat *et al* (2007) e Larcker *et al* (2007) chamam a atenção para os problemas advindos da utilização de índices de governança que tentam condensar, em um único número, as múltiplas dimensões da governança. Outra limitação da pesquisa foi a repetição do mesmo score do BCGI, para cada uma das empresas que compuseram a amostra, nos períodos t e $t+1$. Ou seja, a fim de ampliar o período da amostra, o score do BCGI apurado para o ano de 2000 foi o mesmo utilizado para o ano de 2001. Além disso, todas as evidências e resultados encontrados, foram baseados nas métricas utilizadas para definir a acurácia das previsões do consenso dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Para novas pesquisas, sugere-se: analisar a intensidade do sinal emitido pelas empresas; investigar, junto aos analistas, a demanda pela quantidade e tipo de informação sobre governança; verificar a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa nas recomendações feitas pelos analistas; investigar a influência da governança para agências de *rating* e para outras instituições no processo de avaliação das empresas.

REFERÊNCIAS

ABARBANELL, Jeffrey; LEHAVY, Reuven. An Explanation for why prior stock returns and analysts' earnings forecast revisions predict earnings management and forecast errors. *Working Paper*. 2003. Disponível em: <<http://webuser.bus.umich.edu/rlehavy/ALBiasExplanation05-23-03.pdf>>. Acesso em: 18 ago. 2008.

ABARBANELL, Jeffrey S.; BUSHEE, Brian J. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. *Journal of Accounting Research*, v. 35, n. 1, p. 1-24, 1997.

AKERLOF, George. The Market for 'lemons': qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, p. 488-500, 1970.

ALENCAR, Roberta Carvalho de. *Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro*. 2007. Tese [Doutorado em Controladoria e Contabilidade] – Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), 2007.

- BAUER, Rob *et al.* Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance. *Working Paper*. EFMA 2004 Basel Meetings Paper. 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=444543>>. Acesso em: 31 jul. 2008.
- BEAVER, William H. Financial Reporting, *The Accounting Revolution*, N.J.: Prentice Hall Englewood Cliffs, 1981.
- BHAT, Gauri *et al.* Does Corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecast? *Accounting and Finance*, v. 46, p. 715-732, 2006.
- BHOJRAJ, Sanjeev; SENGUPTA, Partha. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. *Journal of Business*, v. 76, p. 455-475, 2003.
- BLACK Bernard *et al.* Does Corporate governance predict firm's market values? evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.
- BLACK, Bernard. The Corporate governance behavior and market value of russian firms. *Emerging Markets Review*, v. 2, p. 89-108, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=263014>>. Acesso em: 25 jan. 2008.
- BROWN, L. *et al.* An evaluation of alternative proxies for the market's expectation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, v.9, p. 159-193, 1987.
- BROWN, Lawrence D.; CAYLOR, Marcus L. Corporate governance and firm performance. *Working Paper*. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=586423>>. Acesso em 31 jul. 2008.
- BROWN, Lawrence. Analyst forecasting errors: additional evidence. *Financial Analysts Journal*, v. 53, p. 81-88, 1997.
- BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Transparency, financial, accounting information and corporate governance. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, p. 65-87, 2003.
- BYARD, Donal; LI, Ying; WEINTROP, Joseph. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. *Journal of Accounting and Economics*, n. 25, p. 609-625, 2006.
- CHIANG, Hsiang-tsai; CHIA, Feng. Analyst's financial forecast accuracy and corporate transparency. *Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies*, Memphis, v. 10, n. 1, p. 9-14, 2005.
- CLEMENT, M. Analyst forecast accuracy: do ability, resources, and portfolio complexity matter? *Journal of Accounting and Economics*, v. 27, p. 285-303, 1999.
- CONROY, Robert; HARRIS, Robert. Consensus forecasts of corporate earnings: analysts' forecasts and time series methods, *Management Science*, v. 33, n. 6, p. 725-738, 1987.
- CVM. *Comissão de Valores Mobiliários*. Recomendações da CVM sobre governança corporativa. 2002. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cartilha.pdf>>. Acesso em 25/08/2008.
- DECHOW, Patricia M.; SCHRAND, Catherine M. *Earnings quality*. The Research Foundation of CFA Institute, 2004.
- DURNEV, Artyom; KIM, Han. *To steal or not to steal*: firm attributes, legal environment, and valuation. In: Annual Conference on Financial Economics and Accounting (FEA), 14, AFA 2004. San Diego, Meetings, 2004.

DURU, A.; REEB, D. International diversification and analysts' forecast accuracy and bias. *The Accounting Review*, v. 77, n. 2, p. 415-433, 2002.

FARBER, David B. Restoring trust after fraud: does corporate governance matter? *The Accounting Review*, v. 80, p. 539-561, 2005.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes *et al.* *Análise de dados - modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

GUJARATI, Damodar N. *Econometria básica*. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HEALY, Paul; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 405-440, 2001.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.

KLAPPER; Leora; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Working Paper*, World Bank Policy Research, n. 2818, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=303979>>. Acesso em: 25 jan. 2008.

LA PORTA, Rafael *et al.* Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LANG, Mark H.; LUNDHOLM, Russell J. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review*, v. 71, n. 4, p. 467-492, 1996.

LARCKER, David; RICHARDSON, Scott A.; TUNA, Irem A. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, v. 82, n. 4, p. 963-1008, 2007.

LEAL, Ricardo, P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André, L. Corporate governance and value in Brazil (and Chile). *Research Network Working Paper*, n. R-514, Coppead Graduate School of Business at the Federal University of Rio de Janeiro, 2005.

LOPES, Aleksandro Broedel. *The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil*. Thesis [Doctor of Philosophy Degree in the Faculty of Humanities]. Manchester Business School – University of Manchester, 2008.

LOPES, Aleksandro Broedel; WALKER, Martin. Firm-Level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: An Experiment in Brazil. *Working Paper*. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1095781>>. Acesso em: 25 mar. 2008.

MARTINEZ, Antônio Lopo. *Analisando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto*. Tese [Doutorado em Administração de Empresas]. São Paulo – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2004.

MARTINEZ, Antônio Lopo; SALIM, Jean, Jacques. Analisando as previsões de resultados contábeis dos analistas de empresas brasileiras. In: ENCONTRO DA ANPAD, 28, 2004. *Anais...* Curitiba: ANPAD, 2004. 1 CD-ROOM.

MILGRON, Paul; ROBERTS, John. *Economics, organization and management*. New Jersey:

Prentice Hall, 1992.

MORRIS, Richard D. Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and Business Research*, v. 18, n. 69, p. 47-69, 1987.

RICHARDSON, Scott A.; TEOH, S Siew H.; WYSOCKI, Peter D.. Tracking analysts' forecasts over the annual earnings horizon: are analysts' forecasts optimistic or pessimistic? *Working Paper*. University of Michigan. 1999. <<http://ssrn.com/abstract=168191>>. Acesso em: 13 ago. 2008.

SCHIPPER, Katherine. Commentary on analysts' forecast. *Accounting Horizons*, v. 3, p. 105-121, 1991.

SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey on corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52 (2), p. 737-783, 1997.

SILVA, Henrique Rogério Lopes Ferreira da. A Capacidade previsionária no mercado acionário brasileiro: um estudo focado nas previsões dos analistas de investimentos. In: ENCONTRO DA ANPAD, 22, 1998. Foz do Iguaçu. *Anais... Foz do Iguaçu: ANPAD*, 1998. 1 CD-ROM.

SLOAN, Richard G. Financial accounting information and corporate governance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 335-347, 2001.

SPENCE, A. Michael. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 83, n. 3, p. 355-374, 1973.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

YU, Fang. *Essays on governance and earnings management*. Chicago, Illinois. Dissertation for the degree of Doctor of Philosophy. Faculty of the Graduate School of Business of the University of Chicago. 2005.

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

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

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

^{iv} A fim de corrigir problemas de presença de heterocedasticidade, Wooldridge (2006) sugere o uso de uma estatística *t* robusta.