



INFORMATIVIDADE DO LUCRO: ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E INFLUÊNCIA DE PADRÃO CONTÁBIL

Emanuela Aragão de Moura

Graduanda em Ciências Contábeis

Universidade Federal do Ceará

Avenida da Universidade, 2431, Benfica, CEP: 60020-180, Fortaleza, Ceará, Brasil, E-mail:

emanuela.aragao@hotmail.com, Telefone: 85-3366.7801

Antonio Carlos Coelho

Doutorado em Controladoria e Contabilidade e Pós-Doutorado Ciências Contábeis

Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria

Universidade Federal do Ceará

Avenida da Universidade, 2431, Benfica, CEP: 60020-180, Fortaleza, Ceará, Brasil, E-mail:

accoelho47@gmail.com, Telefone: 85-3366.7801

RESUMO

Considerando as mudanças no contexto institucional brasileiro, já que a partir de 2008 tanto a estrutura de propriedade das empresas brasileiras quanto o padrão contábil brasileiro passaram por alterações relevantes, o estudo se propôs a replicar a pesquisa de Sarlo Neto *et al.* (2010), no sentido de investigar alterações nas influências da estrutura de propriedade na informatividade dos lucros contábeis sob o ponto de vista do efeito entrincheiramento e do efeito alinhamento detectadas naquela pesquisa. A amostra foi constituída pelas mesmas firmas ali tratadas e com informações anuais disponíveis para o período de 2008 a 2014, considerado para nossa investigação. Os dados para operacionalização dos modelos e estimação das variáveis foram coletados nos sistemas Economática® e SInC; foram analisadas estatísticas descritivas, correlações e regressões, com estimação com dados em painel. Evidenciou-se entre as duas investigações (i) incremento da informatividade dos lucros contábeis; (ii) aumento na intensidade do efeito entrincheiramento, quando considerada a concentração de propriedade e controle; e (iii) alteração do impacto da divergência entre direitos (voto e fluxos de caixa) denotando-se também existência do efeito entrincheiramento, obtendo-se, assim, subsídios para rejeitar a hipótese da pesquisa.

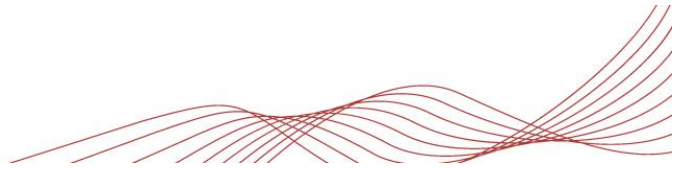
Palavras-chave: Informatividade dos Lucros Contábeis; Estrutura de Propriedade; Efeitos Alinhamento e Entincheiramento.

Área Temática do evento (IC): Contabilidade para Usuários Externos.

1 INTRODUÇÃO

A utilidade da contabilidade como sistema de informações que atenda aos grupos de interesse associados à empresa e aos contratantes em torno da empresa depende de como ela fornece informação para esses agentes (Coelho, 2007). Nesse sentido, a utilidade da contabilidade estará ligada à sua capacidade informacional, ou seja, ao potencial de transmitir informações que possam influenciar as expectativas e decisões de seus usuários.

Informatividade, assim, é a designação dada a essa capacidade informacional na prática da pesquisa contábil e consiste em verificar a relevância das informações reportadas por empresas de capital aberto sob determinado aspecto.



Informatividade pode ser traduzida, então, pela identidade entre a informação contábil e o comportamento dos preços das ações, sendo, geralmente, representada pela relação entre o lucro contábil e o retorno dos preços das ações, cuja associação positiva indicaria maior informatividade do lucro divulgado pelas demonstrações contábeis (Sarlo Neto, Lopes & Dalmácio, 2010).

A estrutura de propriedade das firmas brasileiras, por seu turno, tem apresentado, ao longo do tempo, duas características marcantes: o alto grau de concentração acionária, que pode redundar nos efeitos entrincheiramento e alinhamento; e a ampla emissão de ações sem direito a voto (preferenciais), atributo que implica em divergência entre direitos ao voto e direitos ao fluxo de caixa (Holanda & Coelho, 2014).

Considerando o efeito entrincheiramento, pelo qual, na medida em que o acionista controlador, por possuir alto grau de concentração do capital votante, poderá manipular a elaboração e a divulgação de informações contábeis visando seus benefícios privados, em detrimento dos direitos dos demais acionistas (Claessens, Djankov, Fan & Lang, 2002), a influência esperada de tal fenômeno reduziria a capacidade informacional da contabilidade, pois o efeito entrincheiramento incentivaria gestores a restringir a informatividade dos números contábeis; vale dizer que tal característica contribuiria para conflitos de agência entre acionistas majoritários (agentes) e fornecedores de recursos, inclusive acionistas minoritários, no papel de principais (Mota & Coelho, 2015).

Já pelo efeito alinhamento, que decorre do abrandamento da divergência entre direitos de voto e direitos ao fluxo de caixa (Andrade & Rossetti, 2009), seja por meio de aumento da participação acionária não votante por parte do acionista controlador - com aquisição de ações preferenciais - ou pela redução da concentração acionária do controlador, pela distribuição de novas ações ordinárias, se espera que tal fenômeno influencie positivamente a informatividade, com maior credibilidade das informações contábeis, uma vez que o gestor seria demandado pelos fornecedores de capital com maior poder decisório.

Segundo Fan & Wong (2002), tais aspectos podem caracterizar gerenciamento diferenciado dos processos de reconhecimento e de divulgação contábil, os quais poderão incentivar negativa ou positivamente a intensidade da reação de investidores à informação contábil, produzindo diferentes associações entre o lucro contábil e o retorno das ações; os lucros divulgados poderão trazer efeitos diferenciados ao comportamento dos preços das ações, intensificando ou esmaecendo sua informatividade, segundo se visualize efeito entrincheiramento ou efeito alinhamento.

Sarlo Neto *et al.* (2010) analisaram a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas no mercado acionário brasileiro durante o período de 2000 a 2006.

Os achados indicaram que a concentração acionária exercia influência negativa sobre a informatividade dos lucros contábeis, enquanto que a influência negativa da maior divergência entre direitos sobre a capacidade informacional de tais lucros foi parcialmente confirmada. O maior impacto negativo sobre a informatividade dos lucros contábeis foi observado quando ocorria a combinação da concentração de votos com alta divergência entre os direitos.

Tal pesquisa investigou período anterior à adoção obrigatória de novo padrão contábil no Brasil, baseado no *International Financial Report Standards* (IFRS), cuja implantação teve por objetivo proporcionar maior padronização e maior informatividade para a contabilidade, inclusive já alcançada em diversos países, segundo Barth, Landsman & Lang (2008).



A partir de 2008 se concretizou tal convergência dos padrões contábeis brasileiros ao padrão contábil internacional, o que, de acordo com pesquisas realizadas no Brasil, impactou positivamente a condição informacional dos números contábeis (Lemes & Silva, 2007; Lima, 2010; Carvalho, Ponte & Coelho, 2011).

Neste aspecto, o padrão contábil utilizado na economia pode influenciar a qualidade da informação contábil, eis que os parâmetros e premissas da estrutura conceitual contábil direcionam o objeto da atividade contábil, no sentido de produzir informação ou de privilegiar aspectos de controle patrimonial e de atendimento a exigências fiscais (Oliveira & Coelho, 2016), o que pode ter alterado a relação evidenciada no estudo sobre informatividade e estrutura de propriedade.

Ademais se reforça tal argumento, uma vez que se constatou evolução na redução das disparidades contidas nos atributos de propriedade considerados (Holanda & Coelho, 2014), fato que também pode ter contribuído para alterações nas evidências que ora se comentam.

Diante do cenário apresentado, este estudo se propõe a replicar a pesquisa de Sarlo Neto *et al.* (2010), abordando a seguinte questão: A adoção do novo padrão contábil brasileiro afetou as relações de informatividade dos lucros contábeis nas sociedades por ação de capital aberto abordadas naquela pesquisa, mantendo ou alterando as influências dos efeitos entrenchamento e alinhamento lá detectados?

Deste modo, a pesquisa objetiva investigar influências da estrutura de propriedade na informatividade dos lucros contábeis sob os pontos de vista do efeito entrenchamento e do efeito alinhamento, condicionado a padrão contábil tido na literatura como eficiente, pois dirigido a produzir informações úteis e relevantes para investidores.

A amostra foi constituída pelas firmas tratadas na pesquisa ora replicada, restritas àquelas cujas informações anuais continuaram disponíveis para o período de 2008 a 2014. Do mesmo modo, procedimentos metodológicos utilizados por Sarlo Neto *et al.* (2010) foram mantidos, a fim de permitir comparação entre os achados deste estudo com aquele.

Adicionalmente, empregou-se metodologia de avaliação da evolução temporal das relações estudadas, com variáveis binárias designativas dos anos considerados, considerando-se controlar a evolução dos atributos associados à estrutura de propriedade.

2 DESENHO DA PESQUISA E DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE

Sarlo Neto *et al.* (2010) investigaram a influência de atributos de estrutura de propriedade na informatividade de lucros contábeis divulgados por empresas negociadas no mercado acionário brasileiro abrangendo o período de 2000 a 2006. Para tanto, observaram a extensão específica da concentração dos votos e da divergência entre direitos de voto e direito ao fluxo de caixa.

Consideraram como informatividade a intensidade da relação entre lucro contábil e retorno das ações, mensurada pelo coeficiente estimado entre estas duas variáveis. De acordo com os autores, os preços deveriam variar conforme as expectativas presentes no mercado em relação aos lucros futuros e à geração de fluxo de caixa, considerando o mercado eficiente na forma semiforte, informações presumidas nos lucros contábeis, na hipótese de eficiência informacional.

A relação entre lucro contábil e retorno das ações foi representada por modelo baseado em Easton & Harris (1991), expressando esta relação por equação em que o retorno das ações é definido como variável dependente do comportamento do lucro contábil, com a seguinte especificação:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * LC_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em que:



R_{it} = Retorno da ação da empresa i no período t ;
 LC_{it} = Lucro contábil da empresa i no período t ;
 α_0 = Intercepto;
 α_1 = Coeficiente angular entre o lucro contábil e o retorno;
 ε_{it} = Erro.

Sarlo Neto *et al.* (2010, p. 304) explicam cada termo da equação:

O lucro contábil representa a variável explicativa do modelo, responsável pela explicação da variável retorno da ação. Sendo assim, a variável retorno das ações é função do lucro contábil, 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.

Segundo os autores, essa relação tem como base o uso dos lucros contábeis pelos investidores como informação útil para ajustar suas expectativas. Assim, as expectativas dos investidores seriam ajustadas na medida em que o lucro contábil apresentasse novas informações (surpresas), implicando em mudança nos preços das ações e nos valores de mercado das empresas. Nesta conjuntura, existe relação entre informação contábil e expectativas futuras do mercado em relação ao retorno das ações.

A influência esperada de concentração dos votos e de divergência entre direitos das ações (voto e fluxo de caixa) na informatividade dos lucros contábeis foi fundamentada naquele estudo pelo efeito entrincheiramento e pelo efeito alinhamento.

O efeito entrincheiramento está relacionado a aumento dos custos de agência, uma vez que a elevada concentração na estrutura societária pode permitir que acionistas controladores expropriem riqueza de acionistas minoritários, pois, por possuir maior autonomia, o controlador poderá manipular a elaboração e a divulgação de informações contábeis; a fim de ocultar informações que possam comprovar tal expropriação (Carvalho-da-Silva, 2004). Deste modo, a concentração acionária acentuaria o efeito entrincheiramento, exercendo influência negativa sobre a informatividade do lucro contábil.

Segundo Carvalho-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.

Quanto ao efeito alinhamento, a concentração de propriedade poderia ter impacto positivo na informatividade dos lucros, por meio da diminuição dos custos de agência. Nesse sentido, a aquisição de ações preferenciais, por parte do acionista controlador faria com que a divergência entre direito de voto e direitos ao fluxo de caixa fosse atenuada, o que redundaria em menor incentivo para expropriação dos minoritários, de modo que o custo de expropriação seria distribuído de maneira mais uniforme entre todos os acionistas, fazendo com que o acionista controlador arcasse com um custo maior da sua expropriação (Okimura, Silveira & Rocha, 2007).

Conforme as colocações de Sarlo Neto *et al.* (2010), a estrutura de propriedade predominante no mercado brasileiro oferece incentivo para que o acionista controlador exproprie o acionista minoritário, uma vez que os acionistas controladores tendem a deter, em sua participação acionária, maior quantidade de direitos de votos do que direitos de fluxo de caixa, estando propício ao efeito entrincheiramento.

Uma alternativa para redução do incentivo ao efeito entrincheiramento seria o aumento da participação do acionista controlador na estrutura de propriedade da empresa e a



redução da divergência entre direitos de voto e fluxo de caixa na posição acionária do acionista controlador, através da aquisição de ações preferenciais.

As ações preferenciais atuam como um artifício de separação entre a propriedade e controle das empresas. Assim, quando o acionista controlador se propõe a adquirir tais ações que não possuem direito a voto, o mercado tende a reagir de forma positiva, pois essa atitude pode sinalizar uma convergência de interesses entre acionistas minoritários e controlador, aumentando a credibilidade das informações contábeis divulgadas.

Sarlo Neto *et al.* (2010, p. 305), afirmam que “na prática, 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”.

As hipóteses levantadas pela pesquisa foram de que: (1) a informatividade dos lucros contábeis divulgados é negativamente relacionada com a concentração de votos e (2) a informatividade dos lucros contábeis é negativamente relacionada com a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa).

Os principais resultados da pesquisa confirmaram a primeira hipótese, pois observou-se que a concentração dos votos influencia negativamente a informatividade dos lucros contábeis das empresas estudadas, o que sugere a ocorrência do efeito entrincheiramento.

Já a segunda hipótese foi rejeitada, uma vez que os resultados estimados indicam que a divergência entre direitos influencia positivamente a informatividade dos lucros contábeis. No entanto, os resultados encontrados não sustentam a ocorrência do efeito alinhamento com base na divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa).

Constatou-se que quando o excesso de votos é considerado, ou seja, quando a concentração de votos é superior a 50%, a influência da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis se torna negativa.

Isto posto, os autores chegaram à conclusão de que os resultados encontrados indicam que, no mercado brasileiro, quanto maior a concentração de votos, menor a informatividade dos lucros contábeis, e que, de forma antagônica, 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. Os achados também apontam 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.

Holanda & Coelho (2014) estudaram as alterações na estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto no Brasil entre 1998 a 2012, independente de sua listagem na BM&FBovespa, segmentados nos períodos de 1998 a 2002; de 2003 a 2007; e de 2008 a 2012. Foram arroladas 1.286 empresas, resultando em 9.568 observações-ano. Os dados foram coletados na base de dados Economática® e nos Formulários de Referência e Formulários de Informações Anuais do Sistema DIVEXT-CVM.

Destaca-se, entre os achados do levantamento, que a estrutura de propriedade das firmas brasileiras foi alterada temporalmente, mormente no terceiro período considerado (2008/2012), evidenciando-se redução na participação do maior acionista no capital, tanto ordinário quanto total, além de se constatar menor presença de acionista controlador único.

Deste modo, fica legítimo investigar se tais modificações na concentração de propriedade e no controle societário possam ter alterado significativamente os efeitos (entrincheiramento e alinhamento) na informatividade dos números contábeis em períodos mais recentes.

O padrão contábil em vigência no Brasil 2007 se mostrava voltado preponderantemente ao controle patrimonial das organizações, ou seja, com a informação



contábil voltada para usuários internos no sentido do controle dos patrimônios, geralmente associado ao acionista majoritário e em visão de valor dos bens e direitos (Oliveira & Coelho, 2016). Os mesmos autores destacam a proeminência da informação fiscal afetando a apuração do lucro, omitindo informações que poderiam alterar a percepção de lucros e fluxos futuros.

Ainda de acordo com Oliveira & Coelho (2016, p. 1) “as práticas contábeis preconizadas pelo padrão adotado em 2008 passaram a priorizar a divulgação da essência econômica das transações”, ou seja, a contabilidade passa a ser menos guiada pela forma jurídica do fato econômico, orientando seus registros para fornecer informação útil e relevante aos usuários externos, mormente investidores e acionistas minoritários.

Embora Barth *et al.* (2008) considerem que o padrão contábil IFRS, ao ser guiado por princípios em detrimento de normas, possa permitir maior discricionariedade na elaboração da informação contábil por parte de contadores e gestores.

Dessa forma, pode-se esperar que tal mudança institucional no modo de reconhecer e divulgar os fatos econômicos relacionados à empresa possa ter alterado a capacidade informacional dos números contábeis, seja na oferta de demonstrações com maior informatividade, seja na percepção dos usuários na interpretação de tais informações.

Na literatura nacional, pesquisas posteriores ao artigo de Sarlo Neto *et al.* (2010), que relacionem informatividade dos lucros contábeis com estrutura de propriedade ainda são escassos, destacando-se: Lyrio, Sarlo Neto, Almeida & Massariol (2011); Caixe & Krauter (2013); Macedo, Silva, Oliveira & Marques (2014); e Almeida, Sarlo Neto, Gomes & Novaes (2014).

Lyrio *et al.* (2011) utilizaram como objeto de estudo 113 empresas com ações listadas na B&MFBovespa considerando o período de 2000 a 2009; os autores buscaram investigar se a qualidade dos lucros contábeis reportados é maior em empresas familiares, concluindo que a presença de famílias no controle da firma aumenta a qualidade informacional dos lucros contábeis, indicando ocorrência do efeito alinhamento.

O estudo de Macedo *et al.* (2014), que verificou o impacto do controle familiar na qualidade da informação contábil nas empresas brasileiras que compunham a base de dados Economática ® entre os anos 2010 a 2012, permitiu inferências de que o controle familiar tem impacto positivo na qualidade da informação contábil, o que indica que o efeito alinhamento se sobrepõe ao efeito entrincheiramento, neste caso.

Caixe e Krauter (2013) pesquisaram amostra de 237 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto entre os anos 2001 a 2010, para investigar se as concentrações de propriedade e de controle influenciam o valor de mercado corporativo, mensurados pelo valor de mercado e pelo Q de Tobin. Os resultados constataram existência de relação quadrática entre a participação no capital total em posse do acionista controlador e o valor de mercado das firmas o que captou efeito alinhamento, e que o valor de mercado corrigido das ações do maior acionista também captou o efeito alinhamento, enquanto a concentração no direito de voto capturou o efeito entrincheiramento.

Ainda, Almeida *et al.* (2014), ao investigar a influência de *Private Equity* e de *Venture Capital* sobre a informatividade dos lucros de 123 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa durante o período de 2004 a 2011, concluíram que tais atributos/situações contribuem positivamente para a informatividade dos lucros contábeis.

Percebe-se que em três das pesquisas o foco foi apenas o tipo de controlador, diverso do estudado por Sarlo Neto *et al.* (2010); já a pesquisa de Caixe & Krauter (2013) teve delineamento conceitual e temporal semelhante ao de Sarlo Neto *et al.* (2010), não possibilitando comparar mudanças em termos das variáveis explicativas consideradas.



Considerando, então, as evidências obtidas em Sarlo Neto *et al.* (2010) e levando-se em conta o contexto institucional modificado, pois a partir de 2008 tanto a estrutura de propriedade das empresas brasileiras quanto o padrão contábil brasileiro passaram por alterações relevantes, aprecia-se a **hipótese** de que as modificações institucionais do ambiente econômico brasileiro criaram condições para que a concentração de propriedade e a divergência de direitos (voto e fluxo de caixa) tivessem sua influência mitigada, após 2008, na informatividade do lucro contábil das empresas brasileiras.

3 METODOLOGIA

As sociedades por ação de capital aberto listadas na BM&FBovespa acatadas para o trabalho de Sarlo Neto *et al.* (2010) constituem a população objeto da pesquisa; o estudo ora replicado valeu-se de informações referentes a 117 diferentes empresas, das quais se geraram 500 observações-ano, apreciando-se naquela coleta eventos pertinentes ao período 2000 a 2006.

Nesta pesquisa tomou-se como população as firmas participantes do estudo-base, restando como amostra 70 empresas, restrita a 378 observações-ano; a diferença entre os dois momentos atribui-se ao fato de ter havido redução no número de empresas listadas na BM&FBovespa a partir do ano de 2008, por motivos não especificados aqui, corroborado pelos achados de Holanda & Coelho (2014).

O período 2008 a 2014 foi considerado, pois com dados posteriores à convergência do padrão contábil brasileiro para aquele baseado no IFRS. 187 observações-ano referem-se a empresas com emissões de ações ordinárias e preferenciais, enquanto as outras 191 apenas emitiram ações ordinárias. Tal separação se fez necessária para aplicação dos modelos e testes da pesquisa.

Os dados necessários para operacionalização dos modelos e estimação das variáveis foram coletados nos sistemas Economatica® e SInC (Sistema de Informações Corporativas), este último no endereço www.sinc.ufc.br.

Como o objeto da pesquisa é replicar explicitamente aquela de Sarlo Neto *et al.* (2010), reproduziram-se os três modelos conceituais ali processados estimando-se e mensurando-se as características das variáveis em consonância com o estudo referido, ressalta-se ainda que os procedimentos econométricos utilizados, leia-se utilização de variáveis em cada modelo, estão de acordo com os procedimentos utilizados na pesquisa base.

No primeiro, o Modelo de Concentração de Votos (MCV), se estima a informatividade do lucro sobre o retorno anormal das ações, condicionado especificamente à concentração de votos e aplicado, coerentemente, à amostra completa, estabelecido na seguinte regressão:

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 LLA_{it} * CV_{it} + \sum \beta_n LLA_{it} * CONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em que:

RA_{it} : Retorno Anormal da empresa *i* em *t*;

LLA_{it} : Lucro Líquido Ajustado da empresa *i* em *t*;

CV_{it} : Concentração de Votos da empresa *i* em *t*;

$CONTROL_{it}$: Variáveis de controle (Market-to-Book, Perdas, Ano, Setores) da empresa *i* em *t*;

$LLA_{it} * CV_{it}$: Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e a Concentração de Votos;

$LLA_{it} * CONTROL_{it}$: Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e variáveis de controle;

ε_{it} : Erro do modelo.

Na segunda formulação, Modelo de Divergência entre Direitos (MDD), se faz a estimação da informatividade do lucro sobre o retorno anormal dos títulos emitidos pela empresa, verificando-se o impacto de divergência entre direitos e de emissão de direitos



divergentes (ordinárias *versus* preferenciais); neste caso, aplica-se o teste nas empresas ações preferenciais em circulação. A representação do modelo está contida na regressão seguinte:

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 LLA_{it} * IDD_{it} + \beta_3 LLA_{it} * IDD_{it} * EV_{it} + \sum \beta_n LLA_{it} * CONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em que:

RA_{it} : Retorno Anormal da empresa i em t ;

LLA_{it} : Lucro Líquido Ajustado da empresa i em t ;

IDD_{it} : Divergência entre Direitos da empresa i em t ;

EV_{it} : Excesso de Votos da empresa i em t ;

$CONTROL_{it}$: variáveis de controle (Market-to-Book, Perdas, Ano, Setores) da empresa i em t ;

$LLA_{it} * IDD_{it}$: Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e a Divergência entre Direitos;

$LLA_{it} * IDD_{it} * EV_{it}$: Interação entre o Lucro Líquido Ajustado, Divergência entre Direitos e Excesso de Votos;

$LLA_{it} * CONTROL_{it}$: Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e variáveis de controle;

ε_{it} : Erro do modelo.

Completando a análise processa-se Modelo Combinado (MCB), verificando-se a informatividade do lucro sobre o retorno anormal dos títulos emitidos pela empresa, condicionado aos três atributos de estrutura de propriedade eleitos para a pesquisa. A representação do MCB combina os modelos anteriores, resultando na regressão seguinte, com as variáveis já especificadas nas formulações anteriores:

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 LLA_{it} * CV_{it} + \beta_3 LLA_{it} * IDD_{it} + \beta_4 LLA_{it} * CV_{it} * IDD_{it} + \sum \beta_n LLA_{it} * CONTROL_{it} + \varepsilon_{it}$$

Seguem as mensurações e definições das variáveis tratadas nos modelos referidos:

Retorno Anormal (RA): estimado pelo excesso de retorno da empresa no mercado (considerou-se o retorno do título com maior liquidez, respeitada a classificação do estudo original, para efeito de comparação) em relação ao retorno do mercado em cada um dos períodos amostrados, consoante a seguinte expressão:

$$RA_{it} = (R_{it} / R_{it-1} - 1) - (RIBOV_t / RIBOV_{t-1} - 1)$$

Em que:

R_{it} : Retorno da ação da empresa i em t ;

R_{it-1} : Retorno da ação da empresa i em $t-1$;

$RIBOV_t$: Retorno do mercado em t ;

$RIBOV_{t-1}$: Retorno do mercado em $t-1$.

Lucro Líquido Ajustado (LLA): mensurado pelo lucro líquido do período, ponderado pelo valor de mercado da empresa, por meio da seguinte equação:

$$LLA_{it} = LL_{it} / VM_{it-1}$$

Em que:

LL_{it} : Lucro líquido da empresa i em t ;

VM_{it-1} : Valor de mercado da empresa i em $t-1$.

Concentração dos Votos (CV): medida pela relação entre a quantidade de votos em posse do maior acionista da empresa e o total de votos da empresa, segundo formulação seguinte; pode resumir efeitos de entrincheiramento dos controladores:

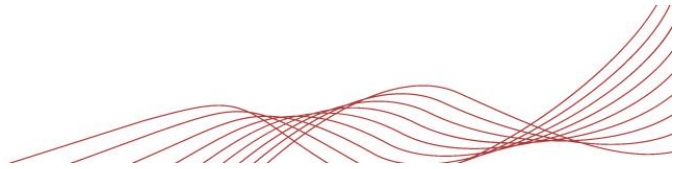
$$CV_{it} = VMAC_{it} / TV_{it}$$

Em que:

$VMAC_{it}$: Quantidade de ações ordinárias em poder do maior acionista controlador da empresa i em t ;

TV_{it} : Quantidade total de ações ordinárias da empresa i em t .

Divergência entre Direitos (IDD): mensurada a partir da relação entre participação nos direitos a fluxo de caixa e participação nos direitos de voto pelo maior acionista controlador; a



divergência entre tais direitos (fluxo de caixa versus votos) evidencia a possibilidade de influência nas decisões sobre a destinação de recursos da empresa; sua mensuração se dá pela seguinte relação; pode resumir efeitos de alinhamento dos controladores:

$$IDD_{it} = [1 - (FC_{it} / VC_{it})]$$

Em que:

FC_{it}: Percentagem de ações em posse do maior acionista controlador da empresa i em t;

VC_{it}: Percentagem de ações ordinárias em posse do maior acionista controlador da empresa i em t.

Sarlo Neto *et al.* (2010, p. 307) mensuram o IDD pelo complemento, de modo que sua interpretação seja direta, conforme explicam:

IDD com valor igual a 1 (um) significa divergência máxima, e com um valor igual a 0 (zero), divergência mínima. 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, e, de forma inversa, a divergência máxima indica que o percentual de fluxo de caixa é irrelevante em relação ao percentual de votos.

Excesso de Votos (EV): representa a posição de divergência de direitos considerando o limite mínimo de ações ordinárias (>50%) para o controle da empresa; variável binária que assume valor 1 se o maior acionista ordinário possuir mais de 50% das ações ordinárias da empresa, e valor 0 em caso contrário; esta formulação reforça a possibilidade efeitos decorrentes da concentração de votos e divergência de direitos entre fluxo de caixa e votos.

Market-to-Book (MTB): mensurado pela equação seguinte, revelando o impacto de outras variáveis na avaliação da empresa pelo mercado:

$$VM_{it} / VCO_{it}$$

Em que:

VM_{it}: Valor de mercado da empresa i em t;

VCO_{it}: Valor do patrimônio líquido da empresa i em t.

Perdas (NEG): variável binária que assumindo valor 1 para resultado contábil negativo (prejuízo) e valor 0 em caso contrário.

Completando os modelos, aplicaram-se variáveis *dummy* para representar anos e setores das empresas, de modo a controlar efeitos fixos longitudinais e seccionais.

Em análise univariada busca-se explicitar as distribuições das variáveis por meio de técnicas de estatísticas descritivas, apresentando também a correlação entre elas com testes paramétricos e não paramétricos.

Com a técnica de análise de regressão multivariada testaram-se os três modelos acima explicitados, sendo a estimação de coeficientes realizada pelos métodos dos Mínimos Quadrados Ordinários com estimação por dados em painel, examinando-se os métodos *Pooled*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios; anote-se que os procedimentos adotados privilegiaram o formato no estudo ora replicado, de modo a manter a comparabilidade.

4 RESULTADOS

Pela análise descritiva das variáveis na tabela 1 confirma-se forte presença do maior acionista na estrutura de propriedade, o qual ainda detém, em média, mais da metade das ações ordinárias das empresas amostradas, situação presente no ambiente brasileiro como um todo, já que se observa baixa variabilidade no atributo.



Essa grande participação do maior acionista ordinário atinge 58% das empresas da amostra, as quais defrontam-se com a figura de excesso de votos em relação à estrutura de propriedade total da entidade.

Tabela 1 - Descrição das variáveis

Variável	Média	Desvio Padrão	Coefficiente Variação	Mínimo	Máximo
Retorno Anormal	0,09	0,38	4,22	-0,61	1,19
Lucro Líquido Ajustado	0,06	0,13	2,17	-1,37	0,62
Concentração de Votos	0,51	0,28	0,55	0,10	0,99
Divergência de Direitos	0,23	0,25	1,09	0,00	0,67
Excesso de Votos	0,58	0,49	0,84	0,00	1,00
Market-to-Book	2,66	2,82	1,06	0,26	14,11
Perdas	0,13	0,33	2,54	0,00	1,00

Outro dado relevante é o indicador de Divergência de Direitos, com baixa variabilidade em torno de divergência média de 0,23, o que representa reduzida diferença entre o direito ao fluxo de caixa e o percentual de votos do maior acionista.

Tal configuração pode decorrer dos incentivos de listagens especiais de governança corporativa à redução de presença de preferencialistas na estrutura societária das empresas.

Destaca-se, de outra parte, expressiva variabilidade nos atributos relativos a desempenho, além de sobressair a magnitude do retorno anormal em relação ao lucro líquido das empresas. A diferença entre a variabilidade dos indicadores de desempenho com os de estrutura de propriedade conduz à expectativa de baixa correlação entre tais atributos e fatores.

Antecipa-se, na tabela 2, análise da correlação entre o conjunto de atributos; indícios sobre informatividade do lucro já se desenham na correlação significativa positiva entre retorno anormal, lucro líquido e relação preço/valor de livro, além do fato de que essas variáveis mantêm correlação negativa significativa com a variável representativa de prejuízos.

A significativa correlação negativa entre Divergência de Direitos e os retornos anormais parece conduzir ao efeito alinhamento, pelo qual menor divergência implicaria em maiores retornos; todavia, concentração e excesso de votos se correlacionam positivamente com lucro líquido, podendo significar interferência do controlador no nível dos lucros.

Já as medidas de estrutura de propriedade propostas se correlacionam entre si, denotando que as mesmas podem ter o mesmo direcionamento no condicionamento dos efeitos de alinhamento e entrincheiramento sobre a informatividade dos lucros.

Concentração de Votos e Excesso de Votos apresentam correlação positiva, corroborando o apresentado na análise descritiva, em que se constata alta concentração de ações em posse do maior acionista e empresas com a presença deste tipo de relação suplantando a relação contrária.



Tabela 2 - Análise de Correlação

Variáveis	Retorno Anormal	Lucro Líquido Ajustado	Concentração de Votos	Divergência de Direitos	Excesso de Votos	Market-to-Book	Perdas
Retorno Anormal		0,30*	-0,06	-0,16*	-0,02	0,32*	-0,24*
Lucro Líquido Ajustado	0,30*		0,10***	0,08	0,10***	0,02	-0,58*
Concentração de Votos	-0,07	0,03		0,55*	0,86*	-0,18*	0,06
Divergência de Direitos	-0,16*	-0,02	0,54*		0,52*	-0,40*	0,11**
Excesso de Votos	-0,04	0,01	0,86*	0,51*		-0,15*	0,03
Market-to-Book	0,17**	-0,02	-0,11**	-0,33*	-0,09***		-0,18*
Perdas	-0,22*	-0,61*	0,06	0,10**	0,03	-0,09***	

Notas:

- (i) Valores acima da diagonal principal são coeficientes de Spearman; abaixo são coeficientes de Pearson;
(ii) Nível de significância de 1% *, 5% **, e 10% ***.

Na tabela 3 se comentam os resultados dos testes de Breusch & Pagan (1980) e Hausman (1978) aplicados para definir a estimação mais consistente e eficiente para os três modelos examinados na pesquisa, consoante se define em Gujarati (2006).

Tais testes indicaram os métodos de estimação mais adequados para cada modelo nas duas versões, valendo destacar que a correlação entre erro robusto e variáveis independentes se manteve a mesma nas duas versões apenas para o Modelo Combinado.

Tabela 3 - Testes de especificação da estimação

Estudo	Sarlo Neto et al. (2010)			Esta Pesquisa		
	MCV	MDD	MCB	MCV	MDD	MCB
Breusch-Pagan	2,67	2,76***	2,72***	158,52***	100,10*	163,40***
Hausman	18,60***	23,03**	8,37**	21,42**	5,39	20,83**
Estimação Indicada	Pooled	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos

Notas: Nível de significância de 1% *, 5% **, e 10% ***.

Nos outros dois os efeitos de variáveis não observáveis ficaram mais complexos, se apontando existência de correlação entre o erro e variáveis independentes no modelo de Concentração de Votos, enquanto que no modelo de Divergência entre Direitos passou a se identificar erro robusto correlacionado de forma aleatória a variáveis independentes nesta nova versão.



Nas tabelas 4, 5 e 6 se apresentam os resultados dos modelos mencionados; ali se constata que o escopo das premissas econométricas e da significância estatística fica atendido, estabelecendo-se as seguintes diferenças entre os dois momentos estudados:

- a) Há pouca diferenciação quanto ao poder explicativo dos modelos, seja longitudinalmente, seja na dimensão da extensão; todos eles apresentaram significância estatística ao nível de 1% (Estatísticas F e WALD), com poder de explicação com R^2 em torno de 20%;
- b) O incremento explicativo aconteceu com o modelo de Divergência de Direitos, enquanto os dois outros tiveram redução do coeficiente de determinação em relação ao estudo original.

Avaliando-se a função informatividade, pode-se inferir que a mesma atende e corrobora pesquisas que atestam impacto de números contábeis explicando os retornos de mercado dos títulos acionários; na atual versão, nos três processamentos se constata coeficientes significantes e positivos para o LLA, com incremento explicativo em relação à situação ao estudo replicado, seja na magnitude dos coeficientes, seja no nível de significância.

Destaque-se que na formulação exposta na tabela 5, o lucro não se apresentava no primeiro estudo impactando o retorno, passando a fazê-lo, ainda que com significância de 10%; considerando-se todos os efeitos de estrutura da propriedade (tabela 6) também se aumentou a magnitude dos coeficientes relativos à informatividade e a significância cresceu de 5% para 1% de probabilidade de tal impacto. Já se considerando o efeito da concentração de votos, os dois coeficientes apresentam significância de 1%, tendo triplicado sua magnitude.

Tal efeito pode ser creditado à mudança de padrão contábil, já que se passou a operar com premissas de consideração de essência sobre a forma na mensuração e divulgação de números contábeis, denotando tanto a função informacional da contabilidade como preponderante, quanto a maior utilidade da informação, dado que precipuamente dirigida ao público fornecedor de recursos para a empresa.

Note-se que o mesmo comportamento é observado quando do destaque das informações que relataram prejuízos, conforme se observa nas tabelas 4 e 5; curiosamente, a interação do atributo lucro com a expressão da relação preço/valor patrimonial perde poder explicativo entre os dois momentos, admitindo-se dois caminhos de justificativa: o primeiro, efetivo, qual seja, o viés de sobrevivência contido na perda de informações de parte da amostra subsequente, por desaparecimento de algumas empresas; o segundo seria formal, já que a formulação de variável LLA se deu com o valor de mercado no denominador, o que já está contido na variável MTB; se LLA fosse escalada pelo valor patrimonial, poderíamos estimar resultados diversos.



Tabela 4 - Informatividade e Concentração de Votos

	Sarlo Neto et al. (2010) Estimado por Pooled	Esta Pesquisa Estimado por Efeitos Fixos
LLA	1,18* (0,39)	3,64* (0,70)
LLA x CV	-0,01* (0,01)	-2,49* (0,83)
LLA x MTB	0,44* (0,11)	0,17 (0,12)
LLA x NEG	-1,28* (0,50)	-2,67* (0,51)
Constante	0,08 (0,12)	-0,14* (0,05)
Dummy Ano	Sim	Sim
Dummy Setor	Sim	Não
R ² ajustado	23,86%	18,60%
Estatística-F	7,01*	8,82*
N	500	378

Notas:

(i) Valores em parênteses indicam erro padrão robusto dos coeficientes;

(ii) Nível de significância de 1% *; 5% **; e 10% ***;

(iii) para ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o contrário.

Analisando a condição da interferência de atributos da estrutura de propriedade na informatividade dos lucros, vê-se, na tabela 4, que a concentração de votos alterou a intensidade de impacto marginal dos lucros sobre o retorno de mercado das ações nas empresas da amostra de forma significativa e negativa, reduzindo o efeito da informatividade do lucro, segundo as expectativas dos investidores; a diferença é que a magnitude do coeficiente tornou-se bem mais relevante (- 2,49 contra -0,01) após a mudança para o padrão contábil baseado no IFRS.

A concentração de votos passou a impactar de forma mais acentuada a informatividade dos lucros contábeis nas empresas brasileiras, inferindo-se que maiores participações em ações ordinárias (induzindo ao controle da gestão da empresa) do maior acionista ordinário, estaria indicando ao mercado efeito entrincheiramento na elaboração da informação contábil (Claessens *et al.*, 2002).

Tal expectativa identificada por aumento do efeito entrincheiramento, pelo qual o controlador gerenciaria o nível de utilidade das demonstrações contábeis poderia estar associada à permissibilidade de maior discricionariedade deste gestor, dada pelo novo padrão contábil (Barth *et al.*, 2008).

Maior concentração implicaria assim em expectativa de gerenciamento das informações contábeis, dado o poder do controlador, ocasionando perda de credibilidade nos lucros divulgados, pois, como comentado acerca do efeito entrincheiramento, os demais usuários passam a ver a informação contábil como veículo de conteúdo previamente orientado pelo maior acionista ordinário, aumentando a assimetria informacional, seja em benefício próprio ou elidindo informações estratégicas.



Tabela 5 - Informatividade e Divergência entre Direitos

	Sarlo Neto et al. (2010) Estimado por Efeitos Fixos	Esta Pesquisa Estimado por Efeitos Aleatórios
LLA	0,55 -12,8	2,10*** (1,11)
LLA x IDD	3,81*** (2,02)	-2,61*** (1,54)
LLA x IDD x EV	-2,84* (0,81)	1,06 (1,04)
LLA x MTB	0,51* (0,10)	0,016 (0,11)
LLA x NEG	-2,53* (0,67)	-0,97*** (0,57)
Constante	-0,02 (0,06)	-0,07 (0,10)
Dummy Ano	Sim	Sim
Dummy Setor	Não	Sim
R ² ajustado	18,96%	21,99%
Estatística-F	7,58*	-
Estatística-Wald	-	208,85*
N	441	187

Notas:

(i) Valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes;

(ii) Nível de significância de 1% *; 5% **; e 10% ***;

(iii) para ano e setor, “sim” significa que pelo menos uma foi significativa e “não” o contrário.

Pela tabela 5 observa-se o atributo de divergência entre direitos (fluxo de caixa *versus* votos) apresentando influência na atual pesquisa contrária aos achados da pesquisa divulgada em 2010, ambos com baixa significância estatística, mas mudando o sinal, sugerindo que enquanto se identificava efeito alinhamento naquele momento, agora se aponta para que não se rejeite a contribuição da baixa divergência entre direitos à informatividade dos lucros, no sentido do efeito entrincheiramento.

Tal resultado implica em que a informatividade dos números contábeis diminui com maiores níveis de diferenciação entre direitos do fluxo de caixa e direitos de voto; tal visualização de entrincheiramento ocorre após a implementação do novo padrão contábil, bem como com a redução da presença de participações preferenciais no ambiente societário brasileiro, restringindo a amostra objeto desta avaliação (Holanda, 2012).

De outra forma, vale ressaltar nos dados atuais uma forte correlação positiva entre concentração de votos e divergência entre direitos, o que conduziria a influência dos dois atributos para esta mesma via; isto também se evidencia pela não significância da variável que mensura excesso de votos, a qual também registra forte correlação positiva com divergência entre direitos.

Maior divergência estaria associada a menor nível de informatividade, como comentado no efeito entrincheiramento; embora maior participação do maior acionista ordinário em todos os tipos de ações da empresa referenciada a baixa relativa nas ações ordinárias indica incentivo a esse acionista com a manutenção do valor da empresa e, por conseguinte a redução do efeito do entrincheiramento.

Todavia, a avaliação do mercado tende a considerar empresas com alta divergência entre direitos da caixa sobre direitos de voto com o detentor da maioria dos votos adotando gestão voltada para seus propósitos, mormente quanto à elaboração de relatórios contábeis.



Ademais, a interação de divergência entre direitos e excesso de votos não apresentou significância estatística no modelo na pesquisa após a adoção do novo padrão contábil. Novamente, vale ressaltar a forte correlação entre essas duas variáveis, o que faria com que os efeitos da correlação fossem eliminados no processamento do modelo de regressão, deduzindo-se que o excesso de votos se concentra nas empresas com alto nível de divergência entre direitos.

Tabela 6 - Informatividade e Estrutura de Propriedade

	Sarlo Neto et al. (2010) Estimado por Efeitos Fixos	Esta Pesquisa Estimado por Efeitos Fixos
LLA	1,52** (0,75)	3,67* (0,75)
LLA x CV	0,01 (0,02)	-3,07 (1,96)
LLA x IDD	4,87** -2,34	0,76 (1,79)
LLA x CV x IDD	-8,17** -3,59	0,07 (4,17)
Constante	-0,01 (0,06)	-0,14* (0,05)
R ² ajustado	20,30%	17,62%
Estatística-F	6,60*	7,53*
N	500	378

Notas:

(i) Valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes;

(ii) Nível de significância de 1% *; 5% **; e 10% ***.

Contrariando os achados da pesquisa anterior, percebe-se, na análise da tabela 6, que as variáveis representativas de estrutura de propriedade se compensam, de modo que sua interação com o lucro líquido não altera a informatividade deste atributo, cujo coeficiente ganha significância e relevância entre os dois períodos analisados.

Tal resultado pode indicar que a adoção do novo padrão contábil tenha inibido o efeito entrenchamento, além do fato de que há redução na amostra para mensuração de divergência entre direitos, fazendo com que os atributos de estrutura de propriedade ficassem mais restritos, também pela correlação entre eles, conforme se atesta nos dados da tabela 2. Enfim, há sinais de auto correlação entre tais variáveis, consoante se comenta ao longo do texto, podendo prejudicar a consistência do procedimento econométrico.

5 CONCLUSÕES

Sob o enfoque de replicar a pesquisa de Sarlo Neto *et al.* (2010) em razão de mudanças reportadas na configuração da estrutura de propriedade das empresas brasileiras e de implantação de padrão contábil no Brasil - baseado no IFRS - cuja meta primordial declarada é produzir informação útil e relevante para investidores e outros públicos investigou-se se esses eventos alteraram as conclusões obtidas naquela pesquisa.

Sob o ponto de vista estrito da informatividade dos lucros contábeis constatou-se que após o novo padrão contábil esta função apresentou-se mais consistente, seja pela magnitude dos coeficientes, seja pela sua maior significância estatística, mantido o poder de determinação dos modelos, baseados em Easton & Harris (1991).



Ao termo, pode-se aduzir que os lucros contábeis derivados da intenção de relatar a essência econômica do desempenho operacional das firmas, tendo como objeto informar aos fornecedores de recursos das firmas sobre sua situação guarda maior similitude entre lucros e retornos, mesmo ao se considerar o caráter do novo padrão de atuar segundo esses princípios e não por regras predeterminadas.

Todavia, há que ressaltar que essa informatividade fica prejudicada na presença de concentração de propriedade e controle e na existência de divergência de direito de voto do acionista controlador relativamente aos seus direitos aos fluxos de caixa produzidos pelas firmas.

Isto por que ficou claramente caracterizado o efeito entrincheiramento na associação lucro/retorno, já que a informatividade como aqui definida se reduz significativamente na presença dos atributos de estrutura de propriedade relatados.

Na pesquisa original já se caracterizava o efeito entrincheiramento na presença de concentração do controle, enquanto que o efeito alinhamento ficou apenas sugerido em face dos indicadores de divergência de direitos; na atual versão, apenas se evidencia, com significância estatística, o efeito entrincheiramento; note-se que as mudanças institucionais no período indicariam resultado contrário ao encontrado.

De um lado, incentivos claros de listagem para firmas sem emissão de ações preferenciais, o que contribuiria para redução da divergência de direitos e conseqüente incremento do efeito alinhamento; de outra parte, identificaram-se sinais de redução da concentração de propriedade e controle, mercê da menor magnitude da quantidade de ações em poder do maior acionista controlador.

Tais constatações levam a se inferir que outras variáveis, políticas, macroeconômicas e institucionais, do ponto de vista financeiro e de governança, estariam mantendo o poder discricionário do acionista controlador em manipular informações contábeis, possivelmente associado ao exercício de benefícios privados do controle.

Em resumo, com os coeficientes estimados nos três modelos processados pode-se concluir que o advento do novo padrão contábil brasileiro contribuiu tecnicamente para alteração significativa para a informatividade dos lucros contábeis e que as características de propriedade das empresas brasileiras - concentração de votos e divergência entre direitos - passaram a influenciar de forma negativa a relação de informatividade estrita. Obtiveram-se, portanto, subsídios para rejeitar a hipótese proposta, atendendo-se aos objetivos de rever as relações informacionais detectadas na pesquisa original.

Para estudos posteriores, sugere-se ampliar o estudo sobre informatividade, seja com inclusão de outras empresas listadas na BM&FBovespa hoje ativas, seja com inclusão de outros atributos de estrutura da propriedade e de governança corporativa; ademais, sugere-se ainda a aplicação de técnicas econométricas que contemplem tratamento de endogeneidade e auto correlação, que alterem as especificações de estimação, principalmente quanto ao terceiro modelo aplicado.

REFERÊNCIAS

Almeida, A. A., Sarlo Neto, A., Gomes, L. L. & Novaes, P. V. G. (2014). A influência do private equity e venture capital sobre a informatividade dos lucros no mercado brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7 (2), pp. 266-292

Andrade, A. & Rossetti, J. P. (2009). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas.



Barth, M.E., Landsman, W.R & Lang, M.H. International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46 (3), pp. 467-498.

Breusch, T. S. & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its application to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47 (1), pp. 239-253.

Caixe, D. F. & Krauter, E. (2013). A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), pp. 142-153.

Carvalho-da-Silva, A. L. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 39(4), pp. 348-361.

Carvalho, F. A.; Ponte, V. M. R.; Coelho, A. C. D.; De Luca, M. M. M. (2011). Impactos de alterações nas práticas contábeis nos indicadores financeiros das empresas brasileiras. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 11.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57 (6), pp. 2741-2771.

Coelho, A. C. (2007). *Qualidade informacional e Conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil*. Tese de Doutorado em Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Easton, P. D. & Harris, T. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research*, 29 (1), pp. 19-36.

Fan, J. & Wong, T.J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3), pp. 401-425.

Gujarati, D. M. (2006). *Econometria Básica*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.

Hausman, J. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46 (6), pp. 1251-1271.

Holanda, A. P. (2012). *Gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade nas companhias de capital aberto no Brasil*. Dissertação de Mestrado em Administração e Controladoria, Universidade Federal do Ceará, Ceará, CE, Brasil.

Holanda, A. P. & Coelho, A. C. (2014). Estrutura de propriedade em firmas brasileiras: trajetória no período 1998-2012. *Revista de Finanças Aplicadas*, 3, pp.1-39.

Lemes, S.; Silva, M. G. (2007). A experiência de empresas brasileiras na adoção das IFRS. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 18 (3), pp. 37-58.



Lima, J. B. N. (2010). *A Relevância da Informação Contábil e o Processo de Convergência Para as Normas IFRS no Brasil*. Tese de Doutorado em Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Lyrio, F. M., Sarlo Neto, A., Almeida, A. A. & Massariol, E. (2011). Controle familiar e qualidade dos lucros: evidências empíricas no mercado brasileiro. *Anais do Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 2.

Macedo, M. A. S., Silva, G. E., Oliveira, G. J. & Marques, J. A. V. C. (2013). Análise do impacto do controle familiar sobre a qualidade das informações contábeis no Brasil: um estudo com foco na análise de relevância do lucro. *Anais do Encontro da ANPAD*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 28.

Mota, A. F. & Coelho, A. C. (2015). Fontes de dívida como instrumento de sinalização entre acionistas minoritários e gestores Majoritários: evidências no Brasil. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, São Paulo, SP, Brasil, 15.

Oliveira, T. E. & Coelho, A. C. (2016). Padrão contábil orientado para mercado de capitais e desempenho de analistas de mercado: evidências no Brasil. *Anais das Jornadas Luso-Espanholas Gestão Científica*, Idanha-a-Nova, Portugal, 26.

Okimura, R. T., Silveira, A. M., Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 1 (1), pp.119-135.

Sarlo Neto, A., Lopes, A. B. & Dalmácio, F. Z. (2010). A influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa. *Base - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 7 (4), pp. 301-314.