

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

MIGUEL CARLOS RAMOS DUMER

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E PREVISÃO DOS ANALISTAS NO
BRASIL: uma análise da relação entre acurácia e adesão ao nível 1,
nível 2 e novo mercado.**

VITÓRIA

2012

MIGUEL CARLOS RAMOS DUMER

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E PREVISÃO DOS ANALISTAS NO
BRASIL: uma análise da relação entre acurácia e adesão ao nível 1,
nível 2 e novo mercado.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção de título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Lopo Martinez

**VITÓRIA
2012**

MIGUEL CARLOS RAMOS DUMER

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E PREVISÃO DOS ANALISTAS NO
BRASIL: uma análise da relação entre acurácia e adesão ao nível 1,
nível 2 e novo mercado.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis na área de concentração Finanças e Mercado Financeiro.

Aprovada em 30 de Novembro de 2012.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: ANTÔNIO LOPO MARTINEZ

**(Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e
Finanças - FUCAPE)**

Prof. Dr.: MARCELO SANCHES PAGLIARUSSI

**(Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e
Finanças - FUCAPE)**

Profa. Dra.: PATRÍCIA MARIA BORTOLON

(Universidade Federal do Espírito Santo - UFES)

AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar a Deus pelo dom da vida e a graça concedida. Agradeço a minha família, em especial a meu pai Henrique, meu irmão Claudio e minha irmã Kheila.

A meus amigos e as famílias de meus amigos e amigas. Em especial a minha sempre amiga Mila Romanelli que me ajudou e deu apoio irrestrito. Aos amigos de ETFES, em especial a Mark Miranda. Aos amigos do Curso de Ciências Contábeis da UFES, em especial a Simone Portela e André Almeida. Aos amigos do Curso de Administração da UFES, em especial a Adolphinho e Sergio P.O. Aos amigos da República Aquarius (UFOP), em especial a Tiago Camilo (“Ferrugem”), Marcônio Magalhães (“Baé”) e Thiago Barros (“Dedinho”). Aos amigos da República Kelvinator (UFV), em especial ao amigo Pablo Falco Lopes (“Sat”).

Agradeço aos colegas de turma, em especial a Rodrigo Falco, Angélica Vasconcelos, Evimael Teixeira, Francisco Loss, e Rudson Rudio. Lamento não poder colocar o nome de todos... Agradeço também aos colegas de outras turmas da Fucape, que mesmo não sendo de minha turma ajudaram bastante, em especial a Tadeu da Luz e Tatiana Reis.

Agradeço aos amigos do Café Bamboo, em especial a Alexandre Haikal, Djan Bastos, Lucas Carpi e Dani Luz. Agradeço ainda a Juliana B. Medeiros pela paciência.

Aos amigos de Nova América, em especial a Claudinei Fontana (“Nei”) e Sergio Rufus (que não mora em Nova América, mas é como se morasse).

Agradeço aos amigos do Buana Tricolor, em especial ao Gilberto (“Giba”), e aos amigos de Jardim da Penha, em especial Carlos Alberto Dias Neves Júnior (“Juninho”).

Agradeço a Letícia Falco (“Lelê”) e ao Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida pelo suporte oferecido quando estive em São Paulo captando dados. Agradeço também a Biblioteca da FEA/USP por disponibilizar acesso ao sistema I/B/E/S.

Ao corpo docente da Fucape, em especial aos professores Dr. Bruno Funchal, Dr. Fernando Galdi, Dr. Marcelo Pagliarussi pelas críticas e sugestões. Aos funcionários da FUCAPE, em especial à Adriana, Gilda e Eliani pela ajuda constante na biblioteca.

Ao Prof. Dr. Bruno C. Aurichio Ledo, por ter sido o primeiro incentivador e ajudado e germinar esta pesquisa.

Ao Conselho Federal de Contabilidade por contribuir com uma bolsa parcial para que eu e outros alunos pudéssemos realizar este programa de mestrado.

Aos professores da banca examinadora, por aceitarem o convite, pela leitura deste trabalho e por todos os comentários.

Agradecimento mais que especial ao meu orientador Prof. Dr. Antonio Lopo Martinez por acompanhar pacientemente este trabalho e pelo apoio incessante.

RESUMO

Este trabalho objetiva compreender se existe relação entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA (nível 1, nível 2 e novo mercado) e a acurácia do consenso das previsões dos analistas. Para isso, além da pesquisa bibliográfica para o estabelecimento de variáveis dependentes e independentes, foi necessário captar os dados do lucro por ação estimado pelos analistas junto ao sistema I/B/E/S da base *Thonsom Reuters*®, e do lucro por ação efetivo, realizado um ano após a previsão e disponível na base *Economática*®. Utilizou-se regressão com a técnica de dados em painel e efeito fixo robusto, num grupo de 122 empresas, abrangendo um período de 20 trimestres (2007-1 a 2011-4). Os resultados encontrados não demonstram relação estatística significativa entre a adesão aos três níveis especiais de governança da BM&FBOVESPA e a acurácia das previsões de consenso dos analistas, o que talvez possa ser explicado pelas alterações das normas contábeis e a crise econômica mundial, ambas ocorridas no mesmo período pesquisado. Apenas a variável responsável por identificar o impacto de previsões com viés otimistas (DOTIM) obteve significância estatística, indicando uma relação direta entre previsões otimistas e acurácia.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Analistas de Mercado. Acurácia.

ABSTRACT

This work aims to understand whether there is some relationship between the adherence to different levels of BM&FBOVESPA's corporate governance (level 1, level 2 and new market) and the accuracy of consensus of analysts' forecasts. For this, apart the literature for the establishment of dependent and independent variable, it was necessary to collect the data of earnings per share estimated by analysts via the I/B/E/S system of Thomson Reuters'® base, and earnings per effective share, fulfilled one year after the forecast and availability in Economatica® base. It was applied regression with cross-section random effects, robust and fixed effect into a group of 122 companies in a period of 20 quarters (2007-1 to 2011-4). The results show no statistically significant relationship between adherence to any of three levels of BM&FBOVESPA's corporate governance and the accuracy of consensus of analysts' forecasts, which could be explained by the changes in accounting rules and international financial crisis, both occurred in the same period examined. Only the variable used to identifying the impact of optimistic forecasts (DOTIM) achieved statistical significance, which indicates a direct relationship between optimistic forecasts and accuracy.

Keywords: Corporate Governance. Market Analysts. Accuracy.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	6
1.1 OBJETIVO DA PESQUISA.....	8
1.2 JUSTIFICATIVA.....	8
1.3 ASPECTOS METODOLÓGICOS	10
1.4 ESTRUTURAS DO TRABALHO.....	11
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
2.1 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO, CONFLITO DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA	12
2.2 OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA.....	15
2.3 ANALISTAS DE MERCADO.....	18
2.3.1 Características das projeções dos analistas	20
3 METODOLOGIA.....	23
3.1 BASE DE DADOS E DESCRIÇÃO DA AMOSTRA	24
3.2 HIPÓTESES	27
3.3 VARIÁVEIS.....	29
3.3.1 Variável dependente	29
3.3.2 Variável independente explicativa da acurácia da previsão de consenso dos analistas	30
3.3.3 Variáveis de controle da acurácia da previsão de consenso dos analistas	31
4. TESTES E ANÁLISE DOS DADOS	36
4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS E CORRELAÇÃO ENTRE VARIÁVEIS	36
4.2 APRESENTAÇÕES DO MODELO, RESULTADOS E ANÁLISE	37
4.2.2 Apresentação dos resultados da regressão	38
4.2.3 Análise dos resultados	40
5 - CONCLUSÃO	43

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro cresceu expressivamente na última década, no mesmo período também registrou aumento considerável a adesão de empresas, pertencentes a esse mercado, às práticas de governança corporativa.

Para Shleifer e Vishny (1997, p. 737-738), a governança corporativa é um conjunto de instituições legais e econômicas passíveis de alteração, que objetiva garantir para os investidores retorno sobre seu investimento.

Nesse contexto, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo (BM&FBOVESPA) criou três níveis distintos de listagem de empresas, as quais voluntariamente se comprometem a adotar melhores práticas de governança corporativa. Para Lima (2009), as empresas que aderem a esses níveis diferenciados de governança corporativa têm como um dos principais objetivos a redução da assimetria informacional entre os investidores e os gestores.

Espera-se que a adoção de boas práticas de governança corporativa tenha como um dos principais pilares o aumento do *disclosure* das empresas, gerando mais informações ou informações de qualidade superior, que talvez possam contribuir com as necessidades de diversos grupos de agentes externos – *stakeholders* - que interagem com as mesmas (STEINBERG, 2003; OKIMURA, 2003; LIMA, 2009).

Um desses grupos de agentes externos que utilizam as informações oriundas do *disclosure*, dentre outras informações disponíveis, é formado pelos analistas de mercado. Estes realizam previsões e recomendações e podem ser considerados como um dos principais usuários do *disclosure* disponibilizados pelas empresas que adotam as melhores práticas de governança corporativa (SILVEIRA, 2004; BYARD; LI; WEINTROP, 2006). Ao mesmo tempo em que os analistas utilizam as informações advindas das empresas para realizar suas previsões, eles também são divulgadores destas informações quando emitem suas análises e, conseqüentemente, influenciam outros agentes do mercado (HEALY; PALEPU, 2001; MARTINEZ, 2004).

Para Fried e Givoly (1982), as previsões dos analistas influenciam tanto os preços das ações quanto as expectativas do mercado, tamanha a relevância que os outros agentes dão às previsões realizadas por eles.

Para Ludícibus e Lopes (2002) e Galdi (2008), os analistas de mercado são intermediários informacionais. Isto é, suas previsões e recomendações objetivam a redução da assimetria de informação existente entre administradores e acionistas, de modo a proporcionar um bom funcionamento do mercado.

Dessa forma, um importante componente para que os analistas exerçam o papel de intermediário informacional com eficácia é a qualidade da informação disponibilizada pelas empresas – *disclosure* –, pois, ela influenciará a qualidade das previsões e recomendações realizadas pelos os analistas (BHAT; HOPE; KANG, 2006; BYARD; LI; WEINTROP, 2006; DALMÁCIO, 2009; DALMÁCIO; LOPES; REZENDE, 2010; DALMÁCIO; LOPES; SARLO NETO, 2010).

1.1 OBJETIVO DA PESQUISA

O objetivo desta pesquisa é identificar se existe relação positiva entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA (nível 1, nível 2 e novo mercado), e a acurácia do consenso das previsões do lucro por ação (LPA) efetuada pelos analistas de mercado.

1.2 JUSTIFICATIVA

O presente trabalho colabora para a compreensão da relação entre as práticas de governança corporativa, como uma ferramenta incentivadora do *disclosure*, e o comportamento das previsões dos analistas no Brasil. Dessa forma, o trabalho contribui tanto para a literatura sobre a governança corporativa como para a literatura sobre previsão dos analistas. Junto a isso, colabora para o mercado de capitais brasileiro, e os diversos agentes interessados (analistas, auditores, agências de *rating*, bancos, bolsas de valores, fundos de pensão, investidores, órgãos reguladores, as próprias empresas e seus gestores, etc.), ao evidenciar os impactos e características da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Além do já exposto, esta pesquisa se justifica pelo crescente desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, em especial, no que tange as boas práticas de governança corporativa (LIMA, 2009). Sendo assim, é extremamente relevante compreender como os diversos agentes deste fenômeno interagem com o mesmo. Em especial, o desempenho das previsões dos analistas, pois, conforme Franco (2002) pode ser considerado um limite superior das análises efetuadas pelos

agentes, visto que os demais investidores normalmente não têm tempo ou formação adequada e, por isso, pagam pelos relatórios feitos pelos analistas.

As pesquisas que envolvem análises do mercado em vista da melhor compreensão das peculiaridades que circundam as previsões dos analistas podem ser consideradas significativas pelo fato deste ser um tema ainda pouco pesquisado no Brasil (MARTINEZ, 2004). Para Saito, Villalobos e Benetti (2008), as pesquisas que objetivam compreender os fatores que influenciam os analistas em suas estimativas compõem, atualmente, um importante campo de estudo. Martinez (2004, p. 202) sugere o estudo de “como as práticas de *disclosure* da empresa influenciam o desempenho das previsões dos analistas.” Athanasakou, Strong e Walker (2009) defendem que se desenvolvam pesquisas a fim de se averiguar a real influência dos mecanismos de governança corporativa na qualidade das previsões.

A presente pesquisa se diferencia das antecessoras, que investigaram a relação entre governança corporativa e acurácia das previsões de consenso dos analistas no Brasil (DALMÁCIO, 2009; DALMÁCIO; LOPES; SARLO NETO, 2010), por abordar um espaço de tempo distinto das já realizadas, as antecessoras analisaram a relação entre adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa entre 2000 e 2008, ou seja, nove (09) anos, enquanto a presente pesquisa analisa um período de vinte (20) trimestres entre os anos de 2007 e 2011. No período abordado no presente trabalho o mercado de capitais brasileiro passou por um processo de mudança na informação contábil disponibilizada pelas empresas, sobretudo em decorrência das mudanças introduzidas na Lei 6.404/76, pela Lei 11.638/07 (LIMA, 2010; SANTOS e CALIXTO, 2010), que acarretaram alterações nas expectativas de investidores e nos preços das ações (LIMA, 2010). Antunes *et al* (2012, p. 18) enfatizam que os analistas de mercado sofrem um dos

principais impactados oriundo dessas alterações, e, portanto, deverão efetuar uma “(...) revisão dos parâmetros atuais de indicadores e do próprio processo de análise”. Além disso, nesse mesmo período ocorreu uma crise internacional, iniciada no segundo semestre do ano de 2008, que abalou fortemente os valores de empresas listadas na BM&FBOVESPA (GENTIL; MARINGONI, 2009). Para Vello (2011, p. 76), “mesmo que o Brasil tenha sido um dos países que menos percebeu esta grande crise iniciada em meados de 2008, houve aqui empresas e setores muito afetados”.

Relevante se faz compreender a eficácia do desempenho dos analistas frente à ocorrência destas recentes peculiaridades no cenário econômico nacional e internacional, pois, conforme Chow e Harrison (2002), pode-se considerar que o presente trabalho aborda um tópico significativo e importante para pesquisas em contabilidade ao tratar de problemas do mundo real, com potencial para a obtenção de resultados inovadores ou inesperados que preencham lacunas do conhecimento, levando em consideração aspectos de pesquisas anteriores.

1.3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Com o intuito de alcançar o objetivo proposto, foram selecionadas 122 empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA, participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa dessa bolsa, durante 20 trimestres que compreendem o período entre o primeiro trimestre de 2007 e o último trimestre de 2011 (2007-1 até 2011-2). Utilizou-se como fonte de dados a base *Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S)* do *Thomson ONE Analytics*, e a base *Económica®*. A partir dessas fontes, foi possível ter acesso às informações oriundas de um serviço de acompanhamento das projeções e realizações efetivas

do LPA, além das diversas informações financeiras e contábeis, bem como as características de cada empresa observada.

O *site* da BM&FBOVESPA e o *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) forneceram a lista de empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa e as datas de adesão destas empresas aos mesmos.

Para captar a possível relação entre as variáveis explicativas (adesão ao nível 1, nível 2 e ao novo mercado) e a variável dependente (acurácia), foi utilizada uma regressão com a técnica de dados em painel, chamada por Gujarati (2006) de dados combinados. As variáveis de controle foram adicionadas ao modelo com o objetivo de isolar o seu efeito sobre a variável dependente.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este primeiro capítulo apresentou uma breve contextualização da pesquisa. No capítulo dois é realizada uma revisão teórica dos temas em questão. Já o capítulo três se ocupa em abordar os aspectos metodológicos, descrever os dados da amostra utilizada, as hipóteses e as variáveis. Por fim, no capítulo quatro são apresentados os testes com seus resultados e a análise dos mesmos para, em seguida, encerrar com as conclusões na quinta e última parte do trabalho.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Para a obtenção e sustentação do problema de pesquisa e formulação das hipóteses, é necessário realizar uma pesquisa de cunho bibliográfico na literatura pertinente (GIL, 1999). No presente capítulo é feita uma revisão teórica tendo como referências livros, artigos, teses, dissertações e outros trabalhos.

2.1 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO, CONFLITO DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Na visão clássica da firma não existiam problemas referentes à distribuição da informação. Todos agentes envolvidos com a empresa gozavam de acesso ao mesmo conteúdo informativo, sem qualquer distinção. Este é um cenário no qual a obtenção de informações ocorre sem custos adicionais, ao contrário da realidade empresarial de hoje, na qual existem grandes diferenças informacionais entre os agentes (LOPES; MARTINS, 2005).

Akerlof (1970) demonstrou como a assimetria informacional entre alguns agentes econômicos pode prejudicar o volume de negócios realizados no mercado. O mesmo aborda o mercado de carros usados, assumindo existir dois tipos de carros à venda, à primeira vista semelhantes, sendo eles os carros do tipo A que possuem o valor de \$10 e que os carros do tipo B possuem o valor de \$5. Neste cenário, ele introduz o conceito de assimetria informacional, ou seja, se os agentes

envolvidos no mercado não possuem o mesmo nível de informações a respeito dos ativos em negociação, num cenário de assimetria informacional, o comprador não saberia distinguir carros em boas condições dos ruins. Se oferecesse \$10, possivelmente teria a oportunidade de comprar o carro tanto dos vendedores de carros bons quanto dos vendedores de carros ruins. Se o comprador oferecesse somente \$5, somente o vendedor de carros ruins venderia seu produto. A existência de ambientes onde predomina a assimetria de informação entre os agentes econômicos prejudica o montante de negociações de ativos a serem realizadas nos mercados, sejam estes carros ou ações.

O conceito de agência é definido por Jensen e Meckling (1976) como a existência de um principal (proprietário/acionista) que emprega e delega poder a outra pessoa, o agente (aqui definido como o gestor, não confundir com o conceito mais amplo de agente tratado no assunto assimetria de informação).

Sendo as duas partes maximizadoras de utilidade, há razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal. Ao contrário da firma clássica, onde o principal, dono ou acionista majoritário, normalmente é o próprio agente, numa situação de firma clássica, onde não existem conflitos (LOPES; MARTINS, 2005).

No mercado financeiro, os investidores e administradores possuem informações, muitas vezes assimétricas, sobre as empresas.

Em geral, é impossível para o investidor (principal) manter a relação de agência a um custo zero para assegurar que o agente tomará decisões de nível ótimo do ponto de vista do principal. O custo de agência é a soma das despesas de monitoramento por parte do principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

As despesas referentes ao custo da agência são consequências das práticas de governança corporativa existentes para proteger os investidores (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Para Silveira (2004), a estrutura de incentivo e controle, tem como objetivo mitigar os custos oriundos do problema de agência, através da redução da assimetria de informação.

Os intermediários informacionais, como os analistas de mercado, contribuem para redução da assimetria entre administradores e acionistas, de modo a proporcionar um maior desenvolvimento do mercado (IUDÍCIBUS; LOPES, 2002), e são considerado como um dos principais usuários do *disclosure* disponibilizados pelas empresas que adotam as melhores práticas de governança corporativa (SILVEIRA, 2004; BYARD; LI; WEINTROP, 2006). Ao mesmo tempo em que os analistas utilizam as informações advindas das empresas para realizar suas previsões, eles também são divulgadores destas informações quando emitem suas análises e, conseqüentemente, contribuindo para reduzir a assimetria de informação entre diversos usuários (HEALY; PALEPU, 2001; MARTINEZ, 2004), entre eles o principal (investidor) e o agente (gestor).

Para esta pesquisa, foi considerada como adoção de práticas de governança corporativa avançada a adoção aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, cuja adesão espontânea é realizada por um agente informado (empresa) para reduzir a assimetria de informação da parte desinformada (analistas, investidores, entre outros). Desse modo, a adesão ao nível 1, nível 2 e ao novo mercado representam determinado custo de agência justificado pelas vantagens da redução da assimetria entre agente e principal.

2.2 OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA

De acordo com Kitagawa (2007), a governança corporativa se desenvolveu significativamente no Brasil durante a última década em virtude do crescimento do mercado acionário e o aprimoramento dos meios de comunicação.

Outro grande impulso foi à criação de três níveis distintos de listagem de empresas pela BM&FBOVESPA, em dezembro de 2000. Inspirado em experiências internacionais com vistas à ascensão dos mercados de capitais, como o *Neuer Market* alemão (NASCIMENTO, 2003).

Para Okimura (2003, p.39), a criação desses três novos segmentos, chamados de nível 1 e nível 2 e novo mercado, “estabelecem, por meio de adesão voluntária de empresas novas ou já listadas, níveis de *disclosure* (...) superiores aos previstos em lei”.

Importante frisar que algumas empresas podem praticar boas práticas de governança corporativa mesmo não pertencendo aos níveis diferenciados de governança corporativa, porém as que participam são comprometidas a praticá-las.

Diversas empresas buscando, em geral, fundos a baixos valores e maior liquidez de suas ações, conforme constatado por Procianny e Verdi (2009), podem aderir ao nível 1, ao nível 2 e ao novo mercado.

No quadro 1 a seguir são listadas algumas das principais características que diferenciam o nível 1, o nível 2 e o novo mercado.

Novo Mercado	<ul style="list-style-type: none"> • Requer melhoria nas informações financeiras prestadas, incluindo nos demonstrativos financeiros trimestrais, as demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa, revisadas por auditores independentes. • Apresentação de demonstrações financeiras anuais de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP. • Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores. • Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores. • Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas que excedam R\$ 200 mil ou 1% do patrimônio líquido da companhia, dentro do período de 1 ano. • Emissão de ações ordinárias exclusivamente; extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da alienação do controle da companhia (<i>tag along</i>); • Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; • Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes; solução, por meio de arbitragem, de conflitos entre acionistas relacionados aos regulamentos de listagem, ao estatuto social da companhia, à lei societária e a outras normas aplicáveis ao mercado de capitais brasileiro.
Nível 2	<ul style="list-style-type: none"> • Requer que as companhias atendam a regras similares às do Novo Mercado, com algumas exceções. • As companhias do Nível 2 dispõem do direito de manter as ações preferenciais existentes e emitir mais até o limite permitido pela lei societária. • As ações preferenciais gozam de direito ao <i>tag along</i>, com o mínimo de 80% do preço recebido pelos acionistas controladores alienantes, além do direito de voto em algumas importantes situações, tais como, fusões, incorporações e aprovação de contratos entre acionistas controladores e a companhia, desde que deliberados em assembleia geral.
Nível 1	<ul style="list-style-type: none"> • Requer que as companhias se tornem mais transparentes mediante divulgação de informações adicionais, tais como, demonstrativos financeiros mais completos (incluindo informativos trimestrais com fluxo de caixa e demonstrativos consolidados, revisados por auditores independentes). • Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores. • Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas que excedam R\$ 200 mil ou 1% do patrimônio líquido da companhia, dentro do período de um (01) ano. • Manutenção de 25%, no mínimo, de <i>free float</i>.

Quadro 1 - Requisitos principais para companhias listadas nos segmentos especiais de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Fonte: Adaptado de Santana (2008, p. 14-15)

Uma das principais contribuições para a criação dos níveis diferenciados de Governança corporativa é sugerida por Barbedo, Silva e Leal (2009, p. 51) ao afirmarem que as “listagens de ações baseadas em práticas de governança são utilizadas pelas bolsas de valores para sinalizar ao investidor uma maior proteção contra expropriações praticadas pelos grupos controladores”. Afirmam também que tal política proposta pela BM&FBOVESPA tem o objetivo de passar confiança para o investidor a partir do aumento da transparência, pois o investidor terá acesso a melhores informações para precificar suas ações.

Esses objetivos se alinham com a pretensão de reduzir a assimetria de informação e o atrito gerado pelo conflito da agência, além disso, espera-se que eles contribuam com o desenvolvimento não só do mercado de capitais, mas também da economia brasileira.

Outra característica dessa listagem de boas práticas de governança corporativa é proposta por Dalmácio (2009), que, a luz da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), considera a adoção voluntária das empresas ao nível 1, nível 2 e novo mercado como a emissão de um sinal que as empresas fornecem aos usuários do mercado. A autora considera que esses sinais influenciam os analistas e 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” (DALMÁCIO; LOPES; SARLO NETO, 2010, p. 13).

Os sinais emitidos pela adesão funcionam como redutor da assimetria entre os diversos agentes envolvidos. Mas, mesmo assim, a interpretação destes sinais pelos investidores costuma ser difícil e imprecisa, sendo assim os analistas de

mercado assumem papel determinante para o mercado devido sua capacidade de captar e interpretar esses e outros sinais.

2.3 ANALISTAS DE MERCADO

Os analistas de mercado atuam como intermediários financeiros que reduzem a assimetria de informação entre os investidores e as empresas (IUDÍCIBUS; LOPES, 2002). Suas atribuições são as de projetar resultados e recomendar compra, venda ou permanência de ativos do mercado financeiro. Para isso, fazem uso das informações disponíveis, sejam elas formais ou não.

Conforme Franco (2002), as considerações dos analistas de mercado podem ser assumidas como um limite superior das análises efetuadas pelos diversos agentes, já que os demais investidores normalmente não têm tempo nem formação adequada, por isso pagam pelos relatórios feitos pelos analistas.

Existem três (3) tipos de analistas, a saber: *buy-side*, *sell-side* e independentes.

Os *buy-side* são, na maioria das vezes, empregados de grandes investidores institucionais (MARTINEZ, 2004), “trabalham internamente nos fundos mútuos, fundos de pensão, *hedge funds* ou outras instituições, mas que não emitem relatórios (...) ao público em geral” (GALDI, 2008).

Os analistas *sell-side* são aqueles “que divulgam seus relatórios para diversos clientes, normalmente da corretora ou banco de investimento para o qual trabalham” (GALDI, 2008). Essa atividade costuma ser muito dispendiosa, em virtude disto as corretoras limitam suas análises a empresas com potencial para recuperar este alto

custo. “Esses fatos levam a que muitas empresas fiquem sem ser analisadas, ou que ocorra a descontinuidade na análise das mesmas, quando o potencial de negócios se reduz” (MARTINEZ 2004, p. 12).

Os analistas independentes não possuem vínculo empregatício com fundos ou corretoras, o que lhes proporciona liberdade da pressão exercida por companhias ou clientes para produzirem relatórios positivos sobre as empresas. Os usuários de seus serviços costumam ser companhias que necessitam de relatórios de seus objetivos futuros para utilização externa ou interna (MARTINEZ, 2004).

Bertucci, Bernardes e Brandão (2006, p. 190), em pesquisa empírica com diversos personagens do mercado de capitais (dirigentes empresariais; gestores de *portfolio*; acionistas minoritários e executivos da Associação Brasileira dos Investidores do Mercado de Capitais, da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e da BM&FBOVESPA), evidenciam que a classificação de empresas por categorias diferenciadas de adesão a práticas de governança corporativa é uma das ferramentas usadas pelos analistas do mercado ao realizar suas previsões e recomendações.

Portanto, os analistas, além de utilizarem informações oriundas das práticas diferenciadas de governança corporativa, também levam em consideração o fato destas aderirem às classificações diferenciadas de práticas de governança. Outras informações são levadas em consideração pelos analistas na confecção de suas previsões como informações contábeis exigidas por lei, informações do ambiente econômico vigente, entre outras.

Para Galdi (2008), os acertos nas projeções e nas explicações de desempenho das empresas definem os analistas mais capacitados. Porém os

mesmos possuem interesses próprios, e, como em outras áreas, existem bons e maus profissionais. Em alguns casos sucedem emissões de relatórios mal intencionados.

Martinez (2004) classifica três principais incentivos dos analistas na definição de suas previsões e recomendações.

O primeiro é a remuneração, se parte significativa da remuneração dos analistas é oriunda de comissões, é possível que os analistas sejam incentivados a emitir previsões e recomendações contaminadas de viés, que atenda o interesse de aumento da própria remuneração (MARTINEZ, 2004).

O segundo incentivo é o acesso a informações, visto que seu ofício depende da quantidade e qualidade das informações. Para isso, utilizam de relacionamento, formal ou informal, com dirigentes de empresas. Desse relacionamento pode surgir o receio de que uma avaliação negativa de uma empresa venha a prejudicar o relacionamento com o dirigente da mesma.

O terceiro motivo são os efeitos na reputação gerados pela eficácia. Os analistas com melhor reputação geram uma quantidade maior de transações, por conseguinte, conseguem uma melhor remuneração. Sendo assim os analistas estão constantemente interessados em preservar da melhor forma sua reputação profissional (MARTINEZ, 2004, p. 13).

2.3.1 Características das projeções dos analistas

Lang, Lins e Miller (2003) afirmam que existe consenso na literatura acadêmica de que quanto mais precisa a qualidade das projeções dos analistas de

mercado, melhor será o valor das empresas analisadas, ou seja, sua precisão contribui positivamente para o valor da empresa. Por essa relevância para o mercado de capitais, o comportamento das previsões dos analistas é considerada uma importante área de pesquisa.

Os analistas utilizam diversas ferramentas para realizarem suas estimativas de LPA das empresas e suas recomendações de compra de ações, de venda ou permanência (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006).

Estudos acerca das projeções dos analistas normalmente se baseiam na estimativa do LPA, por ser de fácil comparação com o LPA realizado, além de serem amplamente divulgados pelas empresas de capital aberto. Outros autores tentam identificar possíveis fatores em nosso mercado, como as características das empresas e de seu ambiente informacional, que tenham relação com erros e o viés da estimativa do LPA (SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008).

A diferença entre o LPA realizado e o projetado, dividido pelo módulo do lucro realizado, é chamada de erro de projeção. Para discutir as características dos erros de projeção, os autores normalmente analisam duas características do mesmo: a acurácia e o viés. A análise da acurácia não se importa com a direção do desvio do erro enquanto analisa a distância entre o real e o projetado. O viés se preocupa com a direção do erro de projeção, para cima ou para baixo. Se o resultado for negativo indica otimismo, se for positivo indica pessimismo dos analistas (MARTINEZ, 2004; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008).

Na presente pesquisa foi utilizada apenas a acurácia da previsão de consenso dos analistas como variável dependente, a fim de observar se a mesma possui relação com a adesão ao nível 1, nível 2 e ao novo mercado, assim como realizado por Dalmácio (2009), Dalmácio, Lopes e Sarlo Neto (2010).

Estudos evidenciam relação entre acurácia das previsões de LPA dos analistas e fatores inerentes à companhia, como o tamanho da empresa (LANG; LINS; MILLER, 2003; MARTINEZ; SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; CHIANG; CHIA, 2005; BHAT; HOPE; KANG, 2006; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008; DALMÁCIO, 2009), o resultado (lucro ou prejuízo) no trimestre em que a previsão foi efetuada (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; BHAT; HOPE; KANG, 2006; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008; DALMÁCIO, 2009), a relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa – *price-to-book* – (RICHARDSON; TEOH; WYSOCKI, 1999; MARTINEZ, 2004, DALMÁCIO, 2009, DALMÁCIO; LOPES, SARLO NETO, 2010).

Da mesma forma, existem estudos que relacionam o LPA previsto pelos analistas com características relacionadas aos mesmos (analistas), como o otimismo (viés) da previsão (SILVA, 1998; MARTINEZ; SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; DALMÁCIO, 2009; DALMÁCIO; LOPES, SARLO NETO, 2010) o número de analistas que acompanham a empresa (BROWN, 1997; HOPE, 2003; MARTINEZ; SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008, DALMÁCIO, 2009, DALMÁCIO; LOPES, SARLO NETO, 2010), entre outras.

Recentemente, algumas pesquisas procuram compreender a relação da acurácia nas previsões do LPA e a adesão das empresas a praticas diferenciadas de governança corporativa no exterior (BHAT; HOPE; KANG, 2006; BYARD; LI; WEINTROP, 2006) e no Brasil (DALMÁCIO, 2009, DALMÁCIO; LOPES, SARLO NETO, 2010; DALMÁCIO; LOPES; REZENDE, 2010), entre outras.

No capítulo 3 encontra-se a relação das variáveis utilizadas nesta pesquisa e uma descrição da possível relação com a acurácia da previsão de consenso dos analistas.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

O presente capítulo pretende demonstrar como e onde foram captados os dados, quais os critérios de seleção utilizados, quais hipóteses serão testadas com os dados captados, e quais variáveis, construídas através dos dados captados e selecionadas a partir da literatura sobre o tema, serão utilizadas na tentativa de elucidar o problema de pesquisa.

O método hipotético-dedutivo é utilizado nesta pesquisa através de uma abordagem empírica e quantitativa. Para isso, é apresentada uma hipótese que intenciona ser a resposta ao problema proposto de pesquisa, sem perder de vista seu caráter especulativo e possivelmente provisório, pois a mesma é rejeitada ou não por intermédio de técnicas estatísticas (GIL, 1999).

Para a utilização de uma abordagem quantitativa foi empregada a estratégia metodológica de levantamento através do método de mensuração e classificação de comportamentos, medida que identifica variáveis relacionadas à hipótese e usa padrões de validade e confiabilidade na análise dos dados numéricos (CRESWELL, 2007).

O delineamento da possível relação entre as variáveis é captado após o acontecimento dos fatos, sendo assim, o presente trabalho deve ser considerado como pesquisa *ex post facto* (MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

Quanto a seus objetivos, pode ser ponderada como pesquisa descritiva, pois, apresenta características de uma amostra, que dizem respeito a um fenômeno

ocorrido (GIL, 1999). O fenômeno considerado passível de análise por esta pesquisa é o comportamento da acurácia das previsões dos analistas frente à adesão das empresas a algum dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

3.1 BASE DE DADOS E DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

A amostra é composta por empresas participantes do novo mercado, nível 2 e nível 1. Desse modo, engloba as empresas da BM&FBOVESPA que devem cumprir as práticas mais exigentes de aprimoramento da transparência, ou seja, da elevação do *disclosure* (BM&FBOVESPA, 2009; OKIMURA, 2003).

Em relação às empresas selecionadas, foram acessadas as informações contábeis, financeiras e a projeção dos LPA's dos analistas durante o período do primeiro trimestre de 2007 até o último trimestre de 2011, permitindo um horizonte de 20 trimestres de observações por empresa listada em algum dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Nesse horizonte de análise, as empresas que por algum motivo não continham pelo menos uma previsão dos analistas foram excluídas da análise.

Por esse motivo 33 empresas foram excluídas, de um total de 177 empresas que participam de um dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, conforme tabela 1.

TABELA 1: TOTAL DE EMPRESAS EXCLUÍDAS E INTEGRANTES DA ANÁLISE

EMPRESAS	Nº	%
Excluídas da análise	55	31,1
Integrantes da análise	122	68,9
TOTAL	177	100

Fonte: Elaborado pelo autor.

Outro objeto de corte das amostras possíveis foi o fato de, em alguns casos, não existir a informação do LPA realizado no período t com simultânea disponibilidade de no mínimo uma previsão realizada um ano antes. Com isso, algumas observações foram excluídas da análise.

TABELA 2: TOTAL DE OBSERVAÇÕES EXCLUÍDAS E INTEGRANTES DA ANÁLISE

OBSERVAÇÕES TRIMESTRAIS	Nº	%
Excluídas por falta dados	1000	40,98
Integrantes da análise	1440	59,02
TOTAL	2440	100

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os dados da tabela 1 demonstram que existe um número razoável de empresas que não possuem acompanhamento. A tabela 2 indica que mesmo entre as empresas que os analistas divulgam suas previsões não existe um acompanhamento sistemático.

De qualquer forma, não é possível afirmar que não exista acompanhamento nas empresas excluídas (tabela 1) ou nos períodos excluídos (tabela 2) visto que os

analistas *buy-side*, que não divulgam suas conclusões para o público geral, podem realizar acompanhamento de empresas e/ou períodos não analisados pelos *sell-side*, que divulgam seus relatórios.

As principais fontes de dados sobre as informações das empresas utilizadas para calcular a acurácia foram a base de dados *Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S)* do *Thomson ONE Analytics*, a qual forneceu as previsões dos analistas; Economática®, que foi a fonte dos dados contábeis e financeiros utilizados em algumas variáveis; e o *site* da BM&FBOVESPA, o qual forneceu a lista de empresas pertencentes ao nível 1, nível 2 e novo mercado, bem como as datas de adesão das empresas ao mesmo.

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®.
Lista de empresas pertencentes ao novo mercado e data de adesão.	<p><i>Site</i> da BM&FBOVESPA (http://www.bmfbovespa.com.br)</p> <p><i>Site</i> da CVM (http://www.cvm.gov.br)</p>

Quadro 2 – Fontes dos dados.
Fonte: Elaborada pelo autor.

Até o presente momento, todos os dados mencionados possuem natureza documental, isto é, são informações que não receberam trato analítico, ou receberam, mas podem ser trabalhados outra vez utilizando uma abordagem distinta (GIL, 1999).

3.2 HIPÓTESES

O presente trabalho, a partir de seu objetivo central, propõe testar as seguintes hipóteses:

- **H0** – Não existe relação estatisticamente significativa e positiva entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA e acurácia do consenso das previsões dos analistas.
- **H1** – Existe relação estatisticamente significativa e positiva entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA e acurácia do consenso das previsões dos analistas.

As hipóteses se sujeitam à validação do modelo de regressão propostos. O objetivo principal é perceber se o aumento de *disclosure*, proporcionado para empresas que voluntariamente aderem aos níveis diferenciados de governança corporativa (OKIMURA, 2003), impacta a acurácia das previsões dos analistas de mercado, visto que os analistas são considerados os principais usuários do *disclosure* disponibilizados pelas empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa (BHAT; HOPE; KANG, 2006; BYARD; LI; WEINTROP, 2006) e os mais capacitados para interpretar os sinais emitidos por tal mudança (FRANCO, 2002).

Sendo assim, é esperado que as empresas que aderiram ao nível 1, nível 2 e novo mercado proporcionem um ganho de acurácia das previsões de seu LPA, realizados pelos analistas de mercado, representado por uma relação positiva entre acurácia e adesão a esses segmentos.

No Brasil, poucos trabalhos com objetivo semelhante foram realizados por Dalmácio (2009) e Dalmácio, Lopes e Neto (2010). Tais pesquisas abordam a relação entre o consenso das previsões dos analistas entre os anos de 2000 a 2008, ou seja, um horizonte de oito (8) anos de análise.

A presente pesquisa se diferencia das anteriores, realizadas no Brasil, principalmente por abordar um período de tempo diferente, sendo vinte (20) trimestres entre o primeiro trimestre de 2007 e o último trimestre de 2011. Período pelo qual o mercado de capitais brasileiro passou por um processo de mudança na informação contábil disponibilizada pelas empresas, sobretudo em decorrência das alterações introduzidas na Lei 6.404/76 pela Lei 11.638/07 (LIMA, 2010; SANTOS e CALIXTO, 2010) que acarretaram alterações nas expectativas de investidores e nos preços das ações (LIMA, 2010).

Os analistas de mercado sofrem um dos principais impactos oriundos dessas alterações, e, portanto, deverão efetuar uma “(...) revisão dos parâmetros atuais de indicadores e do próprio processo de análise” (ANTUNES *et al* 2012, p. 18).

Também nesse mesmo período ocorreu uma crise internacional, iniciada no segundo semestre do ano de 2008, que abalou fortemente os valores de empresas listadas na BM&FBOVESPA (GENTIL; MARINGONI, 2009).

Para Vello (2011, p. 76), “mesmo que o Brasil tenha sido um dos países que menos percebeu esta grande crise iniciada em meados de 2008, houve aqui empresas e setores muito afetados”.

3.3 VARIÁVEIS

3.3.1 Variável dependente

O constructo utilizado como *proxy* de acurácia terá como referência o modelo obtido dos trabalhos de Martinez (2004), Martinez e Salim (2004) e Dalmácio (2009), como descrito abaixo:

- APCA_N – Acurácia na previsão de consenso dos analistas mercado, para previsões realizadas com um (1) ano de antecedência.

Faz-se importante ressaltar que a acurácia trata do tamanho do erro de projeção, não se preocupa com a direção do erro, se otimista ou pessimista.

“A análise de consenso fundamenta-se na ideia de que a melhor representação das expectativas do mercado pode ser obtida por uma medida de tendência central da distribuição das projeções e/ou recomendações dos analistas” (MARTINEZ, 2004, p. 42).

Usando como referência o modelo utilizado por Martinez (2004), Martinez e Salim (2004) e Dalmácio (2009), calcula-se o erro da projeção, isto é, apenas a variação da distância entre LPA real e o LPA previsto, dividido pelo módulo do LPA real.

$$\text{Erro de Previsão} = \text{LPA real} - \text{LPA previsto} / |\text{LPA real}| \quad (1)$$

Feito isso, calcula-se a média dos erros de previsão (equação 2) para se averiguar a existência de um viés nas previsões:

$$MEP = (1/n) \times \sum_{i=0}^n \text{Erro de Previsão} \quad (2)$$

Em seguida, calcula-se a média dos erros de previsão absolutos (equação 3) com objetivo de encontrar a acurácia das previsões dos analistas. Com isso, quanto mais próximo de zero for o resultado dessa variável, menor a ocorrência de erros. Em outras palavras, quanto menor o valor de MEPA, maior acurácia, configurando uma relação inversa.

$$MEPA = (1/n) \times \sum_{i=0}^n |\text{Erro de Previsão}| \quad (3)$$

Ao multiplicar *MEPA* por (- 1) é possível obter das variáveis independentes resultados que aumentam quando a acurácia da previsão é maior, ou seja, obter dos coeficientes das variáveis independentes resultados com sinais negativos quando tenha relação de redução da acurácia, e sinais positivos quando tenha relação de aumento da acurácia.

$$APCA_N = (- 1) MEPA \quad (4)$$

3.3.2 Variáveis independentes explicativas da acurácia da previsão de consenso dos analistas

Após busca junto aos *sites* da BM&FBOVESPA e CVM foi possível identificarr as datas de adesão das empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa, para em seguida verificar os efeitos dessa adesão na acurácia das

previsões de consenso das empresas que aderiram a esses níveis. As seguintes variáveis independentes explicativas foram utilizadas:

- **NM1** - variável *dummy* utilizada para captar se as previsões foram efetuadas em trimestres que empresa pertencia ao nível 1 de governança corporativa.
- **NM2** - variável *dummy* utilizada para captar se as previsões foram efetuadas em trimestres que empresa pertencia ao nível 2 de governança corporativa.
- **NMD** – variável *dummy* utilizada para captar se as previsões foram efetuadas em trimestres que empresa pertencia ao novo mercado.

Assume-se como variável *dummy* de valor um (1) as previsões que foram emitidas em trimestres que a empresa participava efetivamente do nível 1, nível 2 ou novo mercado, níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, e valor zero (0) caso o contrário.

Estas variáveis explicativas independentes são as mesmas utilizadas por Dalmácio (2009), Dalmácio Lopes e Sarlo Neto (2010).

A presente pesquisa admite como pressuposto que a adesão de uma empresa a um dos três níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA proporcionará um maior nível de *disclosure* (OKIMURA, 2003,) que deve influenciar de forma estatisticamente significativa e positivamente a acurácia da previsão dos analistas de mercado.

3.3.3 Variáveis de controle da acurácia da previsão de consenso dos analistas

As variáveis de controle têm como objetivo isolar o seu efeito sobre a variável dependente. Na presente pesquisa foram selecionadas sete (07) variáveis, tendo como base a revisão de literatura efetuada em outras pesquisas sobre o mesmo tema. São elas:

- **NUMAN** – Número de analistas que efetuaram previsões para cada empresa.

Esta variável indica o número de analistas que acompanharam a empresa i no período t . Diversas pesquisas identificam uma relação positiva entre o número de analistas que acompanham uma determinada empresa e a qualidade da acurácia (HOPE, 2003; MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004, SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008, DALMÁCIO, 2009).

Sendo assim, essa pesquisa considera que a acurácia da previsão de consenso possui relação com o número de agentes.

- **TAM** – Logaritmo natural do valor do Ativo de cada empresa no trimestre de emissão da previsão.

Esta variável tenta captar a influência das condições internas da empresa. Para tal, usou-se o ativo total de cada trimestre disponível no Economática®.

Diversas pesquisas identificam relação entre acurácia das previsões e o tamanho da empresa (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; CHIANG e CHIA, 2005; BHAT; HOPE; KANG, 2006; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008, DALMÁCIO, 2009).

Lang, Lins e Miller (2003) argumentam que quanto maior a empresa mais dispersa é sua área de atuação, o que torna mais complexa a análise dos analistas e aumenta a possibilidade de erro. Hope (2003) considera que empresas maiores implicam em maior quantidade de informações pública, melhorando o ambiente de informação e diminuindo o erro dos analistas. A presente pesquisa assume que a acurácia da previsão de consenso tem relação com o tamanho da empresa.

- **DPREJ** – Variável *dummy* que capta a informação do resultado da empresa no trimestre de emissão da previsão.

Esta variável explicativa representa o resultado (lucro ou prejuízo) no trimestre em que a previsão foi efetuada. Assume valor igual a 1 (um) para o resultado real de prejuízo e 0 (zero) para o resultado real de lucro. Existem evidências que indicam uma menor acurácia para previsões feitas em períodos de resultado deficitário (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004; BHAT; HOPE; KANG, 2006; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008, DALMÁCIO, 2009). Tais constatações impelem o presente trabalho a considerar a mesma relação.

- **PTB** (*Price-to-book*) – razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa (P/VP).

Um baixo P/VP (*value stocks*) tem um desempenho superior a um alto P/VP (*growth stocks*). Os investidores reagem de forma muito pessimista a uma situação de baixo P/VP, e muito otimista em situação de alto P/VP. Isto se deve ao fato dos investidores basearem suas esperanças de crescimento futuro no desempenho passado (FAMA; FRENCH, 1996).

Ao adquirir ações a preço baixo em relação ao valor patrimonial, o investidor obtém maiores retornos.

Martinez (2004, p. 97) considera que “(...) extrapolando esse raciocínio para os erros de previsão dos analistas, pode-se prever que as previsões dos analistas para *growth* ou *value stocks* sejam, respectivamente, otimistas ou pessimistas”.

Pesquisas demonstram que um alto *price-to-book* aprimora a acurácia (RICHARDSON; TEOH; WYSOCKI, 1999; MARTINEZ, 2004).

- **DOTIM** – variável *dummy* que compreende o viés da previsão dos analistas (otimista ou pessimista).

Assume valor igual a um (1) para previsões com viés otimista e zero (0) para previsões com viés pessimista. Silva (1998), Martinez (2004) e Martinez e Salim (2004) encontraram uma relação positiva entre viés otimista e acurácia, ao contrário de Dalmácio (2009). O viés otimista fica caracterizado quando o LPA previsto pelos analistas foi superior ao realizado na prática, e o contrário para viés pessimista. Ou seja, leva em conta a direção do erro (positivo ou negativo) enquanto a acurácia se preocupa apenas com o tamanho do erro e não leva em consideração a direção.

- **Dummies de Trimestre** – Variável *dummy* que captura as peculiaridades de cada trimestre.

É um conjunto de variáveis binárias que assume valor igual a um (1) para determinado trimestre e zero (0) para os demais. Tem como objetivo captar e isolar os possíveis acontecimentos diversos nesses períodos com potencialidade de

influenciar o resultado das empresas e a percepção dos outros agentes. Diversos trabalhos utilizam essa variável de controle (MARTINEZ, 2004; BHAT; HOPE; KANG, 2006; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008, DALMÁCIO, 2009).

- **Dummies de Setor** – Variável *dummy* captura as peculiaridades de cada setor de atividade econômica definidos pela base de dados Economática®.

É um conjunto de variáveis binárias que assumem valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de um setor de atividade econômica específico, e 0 (zero) para as empresas de outros setores. Essa variável de controle também é utilizada em diversos trabalhos (MARTINEZ, 2004; BHAT; HOPE; KANG, 2006; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008, DALMÁCIO, 2009).

Capítulo 4

4 TESTES E ANÁLISE DOS DADOS

Neste capítulo são apresentadas as estatísticas descritivas e as correlações entre as variáveis. Além disso, é evidenciado o modelo testado com seus recursos de sustentação e o teste de seleção. Por fim, expõe e discute os resultados obtidos, a fim de elucidar a questão de pesquisa.

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS E CORRELAÇÃO ENTRE VARIÁVEIS

A partir dos dados coletados e selecionados, são apresentadas as estatísticas descritivas referentes às variáveis utilizadas.

TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Variável	Nº Obs.	Média	Des. Padrão	Min.	Max.
APCA_N	1440	-1,14015	4,290543	-84,4826	-0,00066
DN1	1440	0,225694	0,418184	0	1
DN2	1440	0,104861	0,306481	0	1
DNM	1440	0,611111	0,487667	0	1
NUMAN	1440	2,257639	1,50916	1	12
DOTIM	1440	0,850694	0,356513	0	1
TAM	1440	15,5495	1,66867	9,863655	20,50364
DPREJ	1440	0,098611	0,298243	0	1
PTB	1440	3,483889	6,959911	-15,2	117,6

Fonte: elaborada pelo autor

Através dos dados apresentados na tabela 3 observa-se, por meio da medida de acurácia (APCA_N), um significativo distanciamento entre os valores previstos individualmente pelos analistas e os valores realizados pelas empresas.

A Tabela 4 apresenta uma situação aceitável de correlação entre as diversas variáveis.

TABELA 4: CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

	DN1	DN2	DNM	NUMAN	DOTIM	TAM	DPRJ	PTB
DN1	1							
DN2	-0,1848	1						
DNM	-0,6768	0,4291	1					
NUMAN	0,0928	0,0016	-0,0498	1				
DOTIM	0,0817	-0,0919	0,0415	0,1103	1			
TAM	0,5284	-0,0092	-0,4037	0,4293	0,0907	1		
DPRJ	-0,095	0,0008	0,0441	-0,1013	-0,2666	-0,1218	1	
PTE	-0,1232	-0,0513	0,0856	0,0565	0,06	0,1317	-0,0695	1

Fonte: elaborada pelo autor

4.2 APRESENTAÇÕES DO MODELO, RESULTADOS E ANÁLISE

Para captar a possível relação entre a variável dependente e as variáveis independentes durante um período de 20 trimestres, num grupo de 122 empresas, utilizou-se a técnica de dados em painel. Dessa forma, a mesma série *cros-section* é observada durante um determinado período de tempo.

Realizou-se o teste de Hausman para selecionar os estimadores de efeitos aleatórios ou os de efeitos fixos. O resultado do teste foi de 48,90 ao nível de significância de 0.00%, permitindo rejeitar a hipótese nula que supõe serem não sistemáticas as diferenças entre os coeficientes destes dois estimadores. Sendo assim é possível assumir que a estimação do modelo pelos efeitos fixos proporcionará melhores resultados. O método de regressão robusta foi utilizado, pois este “procura detectar e corrigir situações de heterocedasticidade dos termos de perturbação” (FÁVERO *et al*, 2009, p. 393).

4.2.1 Apresentação do Modelo de regressão

O modelo de regressão utilizado para análise do impacto das variáveis independentes na variável dependente pode ser representado pela equação:

$$ACURACIA_{it} = \alpha + \alpha_1 DN1_{it} + \alpha_2 DN2_{it} + \alpha_3 DNM_{it} + \sum_j^K \omega_j VC_{jit} + a_i + e_{it} \quad (5)$$

Em que $ACURACIA_{it}$, representa a acurácia da previsão do consenso dos analistas para a empresa i no período t . Essa variável será representada por $APCA_N$, conforme utilizado por Martinez (2004), Martinez e Salim (2004) e Dalmácio (2009); $DN1$, $DN2$ e DNM representam, respectivamente, as variáveis independentes *dummies* de adesão ao nível 1, nível 2 e novo mercado pela empresa i no período t . VC_{jit} é composto por 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 empresa i , e e_{it} representa o erro aleatório para a empresa i no período t .

Os coeficientes α_1 , α_2 e α_3 representam a relação entre a adesão ao nível 1, nível 2 e novo mercado, respectivamente. Caso o valor encontrado desses coeficientes seja estatisticamente significativo e positivo, pode-se assumir que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA resulta em uma melhor acurácia na previsão de consenso dos analistas que emitiram previsões de LPA para estas companhias. Entretanto, caso o valor estimado tenha sinal negativo, indicaria uma redução da acurácia.

4.2.2 Apresentação dos resultados da regressão

Depois de cumprida as exigências para a escolha do modelo apresentam-se na Tabela 5 o resultado da regressão que tem a acurácia da previsão de consenso dos analistas como variável dependente.

A partir do modelo já descrito, buscou-se testar se a variável que representa a acurácia na previsão de consenso dos analistas APCA_N (MARTINEZ e SALIM, 2004; MARTINEZ, 2004, DALMÁCIO, 2009; DALMÁCIO; LOPES; NETO, 2010), é influenciada pela adesão da empresa avaliada aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

A partir dos resultados encontrados e apresentados na Tabela 5, é possível perceber que as variáveis DN1, DN2 e DNM não foram estatisticamente significantes no modelo APCA_N.

TABELA 5: RESULTADOS DA REGRESSÃO

Variáveis	Coefficientes	Significância	Erro Padrão
Cons	3,996145	0,277	3,65976
DN1	0,4652578	0,414	0,5680724
DN2	3,507459	0,235	2,938192
DNM	0,8468025	0,287	0,7918681
Variáveis de Controle			
NUMAN	- 0,0169224	0,457	0,0226851
DOTIM	1,030608***	0,000	0,2115548
TAM	- 0,4628983	0,114	0,2906519
DPREJ	0,0272022	0,847	0,1410676
PTB	0,001699	0,762	0,0055857
<i>Dummies Trimestre</i>	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies Setor</i>	-	-	-
N°Obs.	1440		
Estatística-F	44,62***		
R2 ajust.	2,44		

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

Fonte: elaborada pelo autor

Rejeita-se a hipótese nula segundo a qual os coeficientes são conjuntamente iguais a zero, tendo em vista o resultado da estatística F. Pela abordagem dos efeitos fixos robustos, apresentou valor (44,62) significativa (1%).

4.2.3 Análise dos resultados

Através do resultado encontrado pela regressão não é possível afirmar que exista relação estatisticamente significativa entre a variável dependente APCA_N e as variáveis independentes explicativas DN1, DN2 e DNM, não rejeitando a hipótese de pesquisa **H0**, isto é, não foi possível afirmar que exista relação estatisticamente significativa entre a acurácia do consenso dos analistas para previsões do LPA das empresas participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA entre o primeiro trimestre de 2007 e o quarto trimestre de 2011.

Esse resultado se alinha, em partes, com os apurados por Dalmácio (2009). As variáveis representativas do nível 1 e nível 2 possuem resultado semelhante, com coeficientes positivos, mas não significantes. Porém a variável explicativa do novo mercado foi encontrada pela autora como positiva e significativa. A presente pesquisa identificou sinal positivo, no entanto, não significativo para o coeficiente que representa a relação entre a variável dependente APCA_N e a variável explicativa DNM.

Uma possibilidade para tal resultado é citada por Franco (2002), quando sugere que os analistas são agentes externos com maior capacidade de fontes de acesso a informação. Sendo assim, eles poderiam possuir antecipadamente

informações suficientes antes das informações oriundas pela adesão aos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA.

Outra sugestão para tal resultado advém da recente crise internacional, que se iniciou no ano de 2008, abalando fortemente o valor de empresas listadas na BM&FBOVESPA, e, com isso, “o estoque de ativos se transformou em fuga de capitais”. (GENTIL; MARINGONI, 2009, p, 100).

Para Martinez (2004, p. 76)

As projeções de resultados dos analistas são muito sensíveis às expectativas do mercado, às circunstâncias econômicas e até mesmo a fatores políticos, o que acaba influenciando, significativamente, o perfil, de otimismo ou pessimismo, com que os analistas preveem o futuro.

Além disso, as alterações introduzidas na Lei 6.404/76 pela Lei 11.638/07 causaram mudanças significativas na informação contábil disponibilizada por empresas do mercado de capitais brasileiro a partir de 2008 (LIMA, 2010; SANTOS e CALIXTO, 2010), inclusive causando alterações nas expectativas de investidores e nos preços das ações (LIMA, 2010). Antunes *et al* (2012, p. 18), enfatizam que os analistas de mercado são os agentes que sofrem alguns dos principais impactados oriundo dessas alterações.

A única variável de controle que obteve significância (1%) foi DOTIM, responsável por identificar o impacto de previsões com viés otimistas. A mesma obteve sinal positivo, o que indica uma relação direta entre as previsões otimistas e a acurácia. Esse resultado corrobora com os encontrados por Martinez e Salim (2004) e Martinez (2004), mas, por outro lado, não estão alinhados com as evidências encontradas por Dalmácio (2009), que encontrou uma relação negativa. Martinez (2004, p. 123) considera que “um analista será relativamente otimista ou

relativamente pessimista dependendo dos aspectos vinculados à sua personalidade”. O mesmo autor comenta que o otimismo ou pessimismo dos analistas também podem estar relacionados a fatores externos como expectativas referentes ao mercado, circunstâncias econômicas e fatores políticos. Conseqüentemente, é difícil precisar um possível motivo, contudo é notório que nesse período ocorreu o advento de uma grande crise econômica em meados de 2008. De acordo com os resultados encontrados, as previsões pessimistas parecem ter se mostrado carregadas de receio exagerado.

As variáveis NUMAN, TAM, DPREJ e PTB, que representam respectivamente número de analistas que emitiram previsões para o mesmo período, tamanho do ativo, a *dummy* que identifica prejuízo no período que a previsão foi efetuada e a variável que representa o indicador *price-to-book*, não demonstraram ser estatisticamente significantes. Além disso, algumas das variáveis *dummy*, utilizadas para controle dos efeitos temporais, demonstram significância estatística.

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

Este trabalho buscou responder o seguinte problema de pesquisa: Existe relação positiva e significativa entre a adesão de empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa e a acurácia das previsões de consenso dos analistas de mercado para estas empresas?

Para isso foi realizada uma pesquisa empírica por meio do uso de dados extraídos das bases *Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S)* do Thomson ONE Analytics e a Economática, além de pesquisa bibliográfica. Foram analisadas um total de 122 empresas pertencentes ao nível 1, nível 2 e ao novo mercado, entre o primeiro trimestre de 2007 e o último trimestre de 2011.

Para captar a possível relação entre a variável independente e a variável dependente, foi utilizada regressão com a técnica de dados em painel, que é uma mescla de análise em corte transversal com série temporal (122 empresas em 20 trimestres).

Espera-se, tendo como base a literatura pesquisada, que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA proporcione um maior *disclosure* das empresas que assim optaram, causando uma melhora na eficácia das previsões dos analistas. Porém não foi possível identificar relação estatisticamente significativa entre a variável dependente, a acurácia de consenso dos analistas, e as variáveis explicativas de adesão ao nível 1, nível 2 e ao novo mercado.

Uma sugestão para esse resultado pode advir da recente crise internacional que teve início em meados de 2008, que abalou fortemente o valor de empresas listadas na BM&FBOVESPA (GENTIL; MARINGONI, 2009). Tal fato pode ter influenciado a acurácia das previsões visto que as “projeções de resultados dos analistas são muito sensíveis às expectativas do mercado, às circunstâncias econômicas e até mesmo a fatores políticos (...)” (MARTINEZ, 2004, p. 76).

Além disso, as alterações introduzidas na Lei 6.404/76 pela Lei 11.638/07 causaram mudanças significativas na informação contábil disponibilizada por empresas do mercado de capitais brasileiro a partir de 2008 (LIMA, 2010; SANTOS; CALIXTO, 2010), inclusive causando alterações nas expectativas de investidores e nos preços das ações (LIMA, 2010).

Antunes *et al* (2012, p. 18) enfatizam que os analistas de mercado são os agentes que sofrem alguns dos principais impactos oriundo dessas alterações, o que pode ter causado um desafino entre acurácia das previsões e o resultado efetivo, mesmo para previsões efetuadas junto às empresas participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Apenas a variável de controle DOTIM obteve significância (1%) com sinal positivo. A mesma é responsável por identificar o impacto de previsões com viés otimistas. Esse resultado corrobora com os encontrados por Martinez e Salim (2004) e Martinez (2004), no entanto, por outro lado, não estão alinhados com as evidências encontradas por Dalmácio (2009), que encontrou uma relação negativa.

Ao final deste trabalho, cabe sugerir a futuros pesquisadores que se debrucem sobre alguns temas aqui discutidos a fim de compreender como a variação do ambiente externo (econômico e político) pode influenciar a previsão dos

analistas. Em especial tentem avaliar a contribuição das alterações no modelo contábil brasileiro e da recente crise econômica.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

Disponível em:

<<http://www.econ.ucsb.edu/~tedb/Courses/Ec100C/Readings/lemonsakerlof.pdf>>. Acesso em 20 jan. 2010.

ANTUNES, M. M. T. P.; GRECCO, M. C.; P. FORMIGONI, H.; NETO, O. R. M. A adoção no Brasil das normas internacionais de contabilidade IFRS: o processo e seus impactos na qualidade da informação Contábil. **Revista de Economia e Relações Internacionais** - FAAP, São Paulo, v. 10, n. 20, p. 5-20, jan. 2012.

Disponível em:

<http://www.faap.br/faculdades/economia/ciencias_economicas/pdf/revista_economia_20.pdf> Acesso em: 27 mai. 2012.

ATHANASAKOU, V. E.; STRONG N. C.; WALKER M. Earnings management or forecast guidance to meet analyst expectations? **Accounting and Business Research**, v. 39, n. 1, p. 3-35, 2009. Disponível em:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1373224> Acesso em: 25 mai. 2012.

BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, v. 63 n. 1, p. 51–62 Jan - Mar. 2009. Disponível em:

<http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-71402009000100004> Acesso em: 10 abr. 2012.

BERTUCCI, J. L. O.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **R.Adm.**, São Paulo, v.41, n.2, p.183-196, abr./maio/jun. 2006. Disponível em: <

http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?pid=S0080-21072006000200006&script=sci_arttext>. Acesso em 10 abr. 2012.

BHAT, G.; HOPE, O.; KANG, T. Does Corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecast? **Accounting and Finance**, v. 46, n. 5, p. 715-732, 2006. Disponível em: <<http://apps.olin.wustl.edu/workingpapers/pdf/2008-10-007.pdf>> Acesso em 18 mai. 2012.

BM&FBOVESPA. **Novo mercado**: governança corporativa. 2009. Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Folder_NovoMercado.pdf>. Acesso em: 20 jul. 2009.

BRASIL. **Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à laboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm>. Acesso em: 14 jun. 2012.

BROWN, L. Analyst forecasting errors: additional evidence. **Financial Analysts Journal**, v. 53, n. 6, p. 81-88, 1997. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1129917>. Acesso em: 20 sep. 2012.

BYARD, D.; LI, Y.; WEINTROP, J. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. **Journal of Accounting and Economics**. v. 25, n. 5, p. 609-625, 2006. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278425406000706>> Acesso em: 12 abr. 2012.

CHOW, C. W.; HARRISON, P. D. Identifying meaningful and significant topics for research and publication: a sharing of experiences and insights by "influential" accounting authors. **Journal of Accounting Education**. v. 20. n. 3 p. 183-203, 2002. Disponível em: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0748575102000088>. Acesso em: 18 out. 2012.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: método qualitativo, quantitativo e misto**. Porto Alegre: Artmed, 2007.

DALMÁCIO, F. Z. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização**. 2009. 241 f. Tese (Doutorado em Controladora e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

_____, F. Z. LOPES, A. B. SARLO NETO, A. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ANPCONT), 4., 2010, Natal (RN).

Anais... Natal: ANPCONT, 2010. Disponível em: <http://www.fucape.br/_admin/upload/prod_cientifica/Flavia%20Zoboli.pdf>. acesso 08 de ago. 2011.

_____, F. Z.; _____, A. B.; REZENDE, A. J. Governança corporativa e acurácia das previsões individuais dos analistas: uma análise no mercado brasileiro. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 10 ed., 2010, São Paulo (SP).

Anais... São Paulo: USP, 2010. Disponível em: http://www.fucape.br/_admin/upload/prod_cientifica/CONGRESSO%20USP-FLAVIA.pdf. Acesso 08 de ago. 2011.

FAMA, E.; FRENCH, K. Multifactor explanations of asset pricing anomalies. **Journal of Finance**. Chicago, v. 51, n. 1 p. 55-84, 1996. Disponível em: <http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/teaching/Empirical_Asset_Pricing/Fama_French_multifactor_explanations.pdf>. Acesso em 19 out. 2012.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FRANCO, D. Projeções de lucros sistematicamente exagerados: um estudo para o Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 56, n. 4, p. 591-603, out.- dez. 2002. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rbe/v56n4/a03v56n4.pdf>> Acesso em: 20 jun. 2009.

FRIED, D.; GIVOLY, D. Financial analysts forecasts of earnings: a better surrogate for market expectations. **Journal of Accounting and Economics**. v. 4, n. 2, p. 85-107, 1982.

GALDI, F. C. Podemos confiar nos analistas de ações? **Infomoney: Ações & Mercados**, São Paulo, edição n. 12, jan.-fev. s/p 2008. Disponível em: <http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/artigo%20Fernando%20Caio.do> Acesso em 04 jun. 2012.

GENTIL, D. L.; MARINGONI, G. Crise econômica e condicionantes externos e internos. In: BISPO, C. R. MUSSE, J. S. VAZ, F. T. MARTINS, F. J. (Org.) **Crise financeira mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho**. Brasília: ANFIP, 2009.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. Ed. São Paulo: Atlas, 1999.

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

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. De volta para o futuro: órbita presumido e outros mitos que habitam o castelo da contabilidade. **UnB Contábil**. Brasília, v. 6, n. 2, p. 53-60, jan-jun, 2002.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, n. 4, p. 305-360, oct. 1976. Disponível em: <<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>> Acesso em 15 mai. 2009.

HEALY, P. M.; 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. n. 1-3. p. 405-440, 2001. Disponível em: <<http://tippieweb.iowa.uiowa.edu/accounting/mcgladrey/winterpapers/kothari1.pdf>> Acesso em 29 ago. 2011.

HOPE, O. K. Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts forecast accuracy: an international study. **Journal of Accounting Research**. Austin, v.41, n. 2, p. 235- 272, May. 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=353160> Acesso em 30 ago. 2012.

KITAGAWA, C. H. **Nível de adesão de empresas latino-americanas aos princípios de governança corporativa recomendados pela OECD**. 2007. 221p.

Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LANG, M. H.; LINS, K. V.; MILLER, D. P. ADR's analysts, and accuracy: does cross listing un the Unit States improve a firm's information environment and increase market value? **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 41, n. 2, p. 317-345, May. 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304623> Acesso em 17 jun. 2012.

LIMA, G. A. S. F. Nível de evidenciação X custo da divida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**. USP, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 95-108, janeiro/abril 2009. Disponível em: <<http://producao.usp.br/handle/BDPI/6267>> Acesso em: 05 mai. 2012.

LIMA, J. B. N. **A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil**. 2010. 244 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, FEA/USP, São Paulo, 2010.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MARTINEZ, A. L. **Analizando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto**. 2004. 234 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.

_____, A. L.; SALIM, J. J. Analizando as previsões de resultados contábeis dos analistas de empresas brasileiras. In: ENCONTRO DA ANPAD, 28, 2004. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004. 1 CD-ROOM.

NASCIMENTO, L. C. **Governança Corporativa: um estudo do efeito da adesão das empresas de capital aberto às práticas de governança da Bovespa sobre o valor de suas ações**. 2003. 110 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Adesão aos novos mercados da BOVESPA: novo mercado, nível 1 e nível 2 – determinantes e consequências. **Revista Brasileira de Finanças**. Vol. 7, N. 1, p. 107–136. 2009. Disponível em:

<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/1429/799>. Acesso em: 30 jun. 2010.

RICHARDSON, S. A.; TEOH, S. H.; WYSOCKI, P. D. Tracking analysts' forecasts over the annual earnings horizon: are analysts' forecasts optimistic or pessimistic? **Working Paper**. University of Michigan. 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=168191>. Acesso em: 19 set. 2008.

SAITO, R.; VILLALOBOS, S. J.; S., BENETTI, C. Qualidade das projeções dos analistas sell-side: evidência empírica do mercado Brasileiro. **Rausp**. São Paulo, v.43, n.4, p.356-369, Out./Nov./Dez. 2008. Disponível em: <http://www.revistasusp.sibi.usp.br/pdf/rausp/v43n4/v43n4a6.pdf>. Acesso em 12 abr. 2009.

SANTANA, M. H.; The novo mercado. In: The International Finance Corporation (ORG). **Novo mercado and its followers: case studies in corporate governance reform**. Focus 5, 2008. Disponível em: <<http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/e1162a8048a7e69ea787e76060ad5911/Novo%2Bmercado%2Btext%2Bscreen%2B4-21-08.pdf?MOD=AJPERES>>. Acesso em: 20 set. 2012

SANTOS, E. S.; CALIXTO, L. Impactos do início da harmonização contábil internacional (lei 11.638/07) nos resultados de empresas abertas. **RAE-eletrônica**, v. 9, n. 1, art. 5, 2010. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/raeel/v9n1/v9n1a6.pdf> Acesso em: 10 jun. 2012.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, p. 737-738, jun, 1997. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/2329497?uid=3737664&uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21101261169933>> Acesso em: 10 aug. 2012.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação de desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 254 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

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

STEINBERG, H. **A Dimensão Humana da Governança Corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas**. São Paulo: Editora Gente, 2003.

VELLO, A. P. C. **Planejamento tributário eficiente: uma análise de sua relação com o risco de mercado**. 2011. 88 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2011.