



Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa  
ISSN: 2674-5895  
INDEG-IUL - ISCTE Executive Education

BASTOS, EDSON VINICIUS PONTES; MATOS, VINICIUS DA SILVA; MACEDO, MARCELO ÁLVARO DA SILVA  
Relevância da informação contábil de lucro e fluxo de caixa:  
um estudo com foco em Ações Ordinárias e Preferenciais  
Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa,  
vol. 18, núm. 2, 2019, Maio-Agosto, pp. 104-125  
INDEG-IUL - ISCTE Executive Education

DOI: 10.12660/rgplp.v18n2.2019.78785

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=568062434003>

- ▶ Como citar este artigo
- ▶ Número completo
- ▶ Mais informações do artigo
- ▶ Site da revista em [redalyc.org](http://www.redalyc.org)



Sistema de Informação Científica Redalyc  
Rede de Revistas Científicas da América Latina e do Caribe, Espanha e Portugal  
Sem fins lucrativos académica projeto, desenvolvido no âmbito da iniciativa  
acesso aberto

# Relevância da informação contábil de lucro e fluxo de caixa: um estudo com foco em Ações Ordinárias e Preferenciais

EDSON VINICIUS PONTES BASTOS <sup>1</sup>

VINICIUS DA SILVA MATOS <sup>1</sup>

MARCELO ÁLVARO DA SILVA MACEDO <sup>1</sup>

<sup>1</sup> Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) / Departamento de Contabilidade da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Rio de Janeiro – RJ, Brasil

## Resumo

Objetiva-se verificar se o lucro líquido por ação (LPA) e o fluxo de caixa operacional por ação (FCO\_A) apresentam capacidades distintas de explicar o comportamento dos preços das ações ordinárias e preferenciais. Formaram-se três grupos: o primeiro, com ambas as classes acionárias; o segundo, apenas com ações ordinárias; e o terceiro, apenas com preferenciais. Para cada grupo foram aplicados dois modelos de regressões, um usando o LPA e outro usando o FCO\_A, tendo em ambos o patrimônio líquido, QTobin e o tamanho como variável de controle. Os modelos foram estimados por OLS e, posteriormente, por GMM como análise de robustez. Os resultados sugerem que o FCO é mais relevante para as ações ordinárias do que para as ações preferenciais. Já a variável LPA é significativa para ambas as classes acionárias, e seus modelos apresentaram maior capacidade explicativa para as ações preferenciais. Logo, têm-se evidências de que o lucro líquido (LL) é mais relevante para as ações preferenciais do que para as ações ordinárias.

**PALAVRAS-CHAVE:** Ações Ordinárias e Preferenciais. Relevância da Informação Contábil. Lucro Líquido. Fluxo de Caixa.

Artigo submetido em 10 de abril de 2019 e aceito para publicação em 11 de novembro de 2019.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.12660/rgplp.v18n2.2019.78785>



## Value relevance of accounting information about profit and cash flow: a study focused on common and preferred shares

### Abstract

This research verifies if the net profit per share (LPA) and the operational cash flow per share (FCO\_A) have different capacities to explain the behavior of the prices of common and preferred shares. The formed three groups: the first with both share classes; the second, only with common shares; and the third, only with preferred shares. For each group, two regressions were applied, one using the LPA and the other using the FCO\_A, both with the stockholders' equity, QTobin, and size as control variables. Models were estimated using OLS and later GMM as robustness analysis. The results suggest that FCO is most relevant for the common shares than for the preferred shares. Also, it is observed that in the second analysis only the LPA was significant, and its models presented greater explanatory capacity for the preferred shares. There is evidence that LL is most relevant to preferred than to common shares.

**KEYWORDS:** Common and Preferred Shares. Relevance of Accounting Information. Net Profit. Cash Flow.

## Relevancia de la información contable de lucro y flujo de caja: un estudio con foco en acciones comunes y preferentes

### Resumen

El objetivo de este estudio es verificar si el beneficio neto por acción (BPA) y el flujo de caja operativa por acción (FCO\_A) tienen capacidades distintas de explicar el comportamiento de los precios de las acciones comunes y preferentes. Se formaron tres grupos: el primero con ambas clases accionarias; el segundo, solo con acciones comunes; y el tercero, exclusivamente constituido por acciones preferentes. Se aplicaron modelos de regresión, uno usando el BPA y otro usando el FCO\_A, considerando en ambos el patrimonio neto, QTobin y tamaño como variable de control, los modelos se estimaron por OLS y luego por GMM como análisis de robustez. Los resultados sugieren que el FCO es más relevante para las acciones comunes que para las preferentes. En el segundo análisis solo el BPA fue significativo y sus modelos presentaron mayor capacidad explicativa para las acciones preferentes. Se tienen evidencias que el LL es más relevante para las acciones preferentes que para las comunes.

**PALABRAS CLAVE:** Acciones comunes y preferentes. Relevancia de la información contable. Beneficio neto. Flujo de caja.

## INTRODUÇÃO

A contabilidade objetiva fornecer informação útil para a tomada de decisões econômicas. Entretanto, estabelecer o que pode ser considerado útil para esse tipo de decisão representa um desafio para a ciência contábil, exigindo uma análise aprofundada dos modelos decisórios de cada tipo de usuário das informações geradas. Nas palavras de Martins e Paulo (2014, p. 35): “No mercado de capitais, informações relevantes são aquelas que podem afetar os fluxos de caixa futuros da empresa ou as expectativas futuras dos investidores”.

Nesse sentido, Ball e Brown (1968) foram pioneiros ao encontrar evidências quanto à relevância das demonstrações contábeis para os investidores, sendo seus achados ratificados muitas vezes desde então.

Para Sarlo Neto, Teixeira, Loss et al. (2005), o mercado de capitais brasileiro representa um universo amplo de estudo, sendo possível verificar o impacto das informações contábeis divulgadas sobre a variação dos preços das ações em negociação. Segundo Adams e Ferreira (2008), em países como o Brasil e na América Latina como um todo, a emissão de duas classes de ações é largamente utilizada. Logo, uma das peculiaridades do mercado de capitais brasileiro é o fato de a legislação vigente permitir que as companhias negociem duas classes distintas de ações — ordinárias e preferências —, cada qual com direitos e benefícios próprios.

Para Assaf Neto (2001), as ações ordinárias têm direito de voto, o que representa o direito de exercer influência nas decisões organizacionais. Os proprietários dessa espécie de ação podem: deliberar acerca das atividades da empresa; avaliar as demonstrações contábeis; decidir sobre a alocação de resultados; escolher a diretoria; e promover mudanças estatutárias. Por sua vez, as ações preferenciais não atribuem o direito amplo de voto a seu detentor, mas têm prioridade na distribuição de dividendos e o benefício do estabelecimento de dividendos mínimos ou fixos, além de preferência na restituição do capital em caso de extinção da sociedade.

Em face das distinções de cada papel, a motivação desta pesquisa surge da necessidade de identificar quais informações são relevantes para cada tipo de usuário da informação contábil, ou seja, para cada tipo de investidor. Pois, por exemplo, determinada informação contábil pode ser interessante para um investidor com posição em ações preferenciais e não ser significativa para outro investidor com sua carteira em ações ordinárias.

Considerando a possibilidade de que os preços de ações ordinárias e preferenciais reagem de maneira distinta às informações provenientes de diferentes informações contábeis, o problema passa a ser identificar tais informações e, em seguida, associá-las a cada espécie de ação. Nesse sentido, o presente estudo elegeu o lucro líquido (LL) e o fluxo de caixa operacional (FCO) — ambos associados ao patrimônio líquido (PL) — como informações contábeis a serem relacionadas com os preços das ações.

A escolha desses indicadores deu-se em função de sua ampla utilização em pesquisas desse tipo. Além disso, conforme Macedo, Machado, Murcia et al. (2012), existe na contabilidade uma discussão sobre quais seriam os melhores indicadores de *performance* de uma organização, se aqueles provenientes do fluxo de caixa, como o FCO, ou os oriundos do resultado contábil, como o LL, por exemplo.

Sobre essas medidas contábeis, Malacrida (2009) sugere que o lucro detém maior capacidade informacional do que o FCO para explicar os retornos correntes das ações. Porém, o FCO tem relevância superior ao lucro para explicar os retornos futuros das ações. Segundo a autora, esses

resultados indicam que o retorno futuro associa-se ao FCO corrente das companhias, enquanto o retorno corrente associa-se ao lucro corrente.

Nesse sentido, como o benefício principal da ação preferencial está relacionado com o recebimento de dividendos, é possível que tanto o retorno corrente quanto o lucro corrente sejam considerados relevantes pelos investidores em ações preferenciais. Adicionalmente, Sarlo Neto (2009) destaca que os dividendos são definidos como lucros distribuídos pela empresa a seus acionistas, tendo o LL como sua base de cálculo.

Por outro lado, o direito de voto sobre as decisões ligadas às atividades da organização constitui o maior benefício da ação ordinária. Logo, existe a possibilidade de que os acionistas com direito a voto estejam mais preocupados com o futuro e a continuidade da organização, o que pode fazer com que tais investidores atribuam um nível maior de relevância aos indicadores associados a retornos futuros, como é o caso do FCO, segundo Malacrida (2009). Em face do exposto, o artigo busca responder às seguintes questões de pesquisa: (i) As informações contábeis anuais sobre LL e FCO, associadas ao PL, são relevantes para o investidor com ações ordinárias? (ii) E para o investidor com papéis preferenciais? (iii) Comparativamente, o que se pode dizer sobre a relevância do LL e do FCO para o preço de ações ordinárias e preferenciais?

Dessa forma, o objetivo geral deste artigo é verificar se os indicadores anuais de desempenho LPA e FCO\_A, associados ao patrimônio líquido por ação (VPA), são relevantes para explicar o comportamento dos preços das ações ordinárias e preferenciais negociadas no mercado de capitais brasileiro. Em outras palavras, busca-se verificar se o LPA e o FCO\_A têm capacidades distintas de explicar o comportamento dos preços das ações ordinárias e preferenciais negociadas no mercado de capitais brasileiro. Ou seja, se o LL e o FCO têm relevância diferente em relação aos dois tipos de ações: ordinárias e preferenciais.

A relevância do estudo dá-se pelo fato de que os achados referentes à distinção de interesse informacional, dado o tipo de investidor, podem auxiliar a esclarecer os mecanismos de *dual class*. Com isso, justifica-se o estudo, tendo em vista que, no Brasil, são escassas as pesquisas diretamente relacionadas com a existência de duas classes de ações e sua respectiva relação com o valor das empresas (GRANDO, BRUNOZI JÚNIOR, MACHADO et al., 2016). Desse modo, o trabalho denota sua relevância, ao contribuir para o preenchimento de uma lacuna na literatura contábil, auxiliando no entendimento prático de como o mercado precifica as ações ordinárias e preferenciais.

Para atingir o objetivo proposto, foram utilizados os dados das ações de companhias brasileiras, não financeiras. As análises foram conduzidas a partir de três grupos: o primeiro, englobando conjuntamente os preços de ações ordinárias e preferenciais; o segundo, tratando exclusivamente dos preços de ações ordinárias; e o terceiro, abordando apenas as ações preferenciais. Para cada grupo, compararam-se as capacidades explicativas de cada um dos modelos, e, posteriormente, foi verificado se os indicadores de desempenho apresentaram distinções de relevância para explicar o preço de cada classe de ação.

## REFERENCIAL TEÓRICO

Os primeiros autores a identificar a relação de relevância entre variáveis econômico-financeiras e seu impacto no retorno das ações no mercado foram Ball e Brown (1968). Em seu estudo, eles

constatarem que margens de lucro inesperadas são positivamente correlacionadas com retornos acima da média. Beaver (1968) também analisou a relevância da informação contábil para a determinação do desempenho financeiro das entidades.

Outras pesquisas mais específicas, como as de Collins e Kothari (1989), Easton e Harris (1991), e Charitou, Clubb e Andreou (2000), analisaram o poder explicativo entre o retorno das ações e as informações obtidas por meio das demonstrações contábeis, como o lucro, por exemplo. Hendriksen e Van Breda (2010, p. 206) afirmam que as observações, diretas e indiretas, sugerem que o lucro por ação divulgado exerce impacto direto sobre o preço de mercado de ações ordinárias. Os autores apontam diversos estudos empíricos que sustentam essa afirmativa, provendo base para as pesquisas que consideram a hipótese de que as variáveis contábeis explicam a formação de preço de mercado das ações ordinárias.

Em sentido oposto, sem fazer distinção entre ações ordinárias e preferenciais, os resultados da pesquisa de Bastos, Nakamura, David et al. (2009) evidenciaram um baixo poder explicativo dos indicadores contábeis — lucro por ação e fluxo de caixa operacional — sobre o preço das ações.

Na literatura internacional, Malta e Camargos (2016) observam que não existe um consenso sobre o uso dos indicadores contábeis e seu poder explicativo sobre o retorno acionário, muito embora várias pesquisas indiquem haver relação significativa com indicadores como lucro, receita líquida, fluxo de caixa das operações etc.

Costa Junior e Neves (2000) estudaram empresas negociadas na Bovespa no período de 1987-1996. Os autores encontraram um relacionamento negativo entre a rentabilidade média das carteiras e as variáveis PL e valor de mercado, e um relacionamento positivo entre a rentabilidade e o valor patrimonial da ação.

Em uma análise da relevância das informações contábeis para o mercado brasileiro de capitais, Macedo, Machado, Murcia et al. (2011) encontraram evidências estatísticas de que o FCO acrescentou relevância ao modelo inicialmente composto pelas variáveis independentes LL e PL. As informações sobre o LL e o FCO mostraram-se significantes na explicação do retorno acionário anormal. Embora Bastos, Nakamura, David et al. (2009) tenham encontrado baixo poder explicativo das variáveis independentes utilizadas no estudo sobre o retorno ajustado ao mercado, esses autores sugerem que o indicador de melhor resultado foi o FCO, seguido do ROI e do LPA, tendo o EVA obtido o pior resultado.

Ratificando esses achados, Villaschi, Galdi e Nossa (2011) constataram que o LL tem poder explicativo sobre o preço das ações, além de outras variáveis relevantes, como o ROA. Ao analisar variáveis como LL, variação da rentabilidade, capital investido, variação da oportunidade de crescimento e taxa de desconto, Galdi e Lopes (2011) observaram que todas mostraram-se significantes estatisticamente na predição do retorno acionário.

Observando as pesquisas anteriormente elencadas sobre relevância dos indicadores contábeis, nota-se que nenhuma delas considera a possibilidade de haver distinção de relevância dos índices contábeis conforme o tipo de papel. Assim, passa-se a abordar as características de cada tipo de ação, buscando dar suporte à ideia de que podem existir interesses informacionais distintos, dado o tipo de ação em análise pelo investidor.

Para Arantes, Lima e Carvalho (2012), a principal característica da ação ordinária é a de conferir direito de voto a seus titulares. Coelho (2007) corrobora esse pensamento, ao afirmar que apenas as ações ordinárias conferem amplo direito de voto ao seu investidor nas deliberações das assembleias de acionistas, além da participação nos lucros da entidade.

Para o investidor em papéis ordinários, o poder de decisão está no aplicador que detenha a maior quantidade de ações ordinárias. Desse modo, existe uma possibilidade de influenciar as decisões tomadas pela direção e pelo conselho de administração. Por exemplo: decisões sobre destinações de recursos e deliberações sobre políticas financeiras.

Conforme defendido por Chagas (2005), a existência de ações preferenciais pode estar fundamentada em dois aspectos, a saber: a existência de investidores com interesse exclusivo nos dividendos a serem distribuídos, sem interesse na gestão da entidade; e uma forma de captar recursos financeiros por um custo baixo, sem perder o controle acionário da entidade.

Para Caselani e Eid Junior (2008), embora as ações preferenciais tenham apresentado maior volatilidade nos retornos, tal volatilidade é atenuada quando tais ações pertencem a companhias que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa. Para os autores, o risco dos acionistas preferenciais, oriundo de sua impossibilidade de participar das decisões da empresa, parece ser parcialmente reduzido por uma maior transparência da entidade.

Sabe-se que a emissão de *dual class* é um dos principais mecanismos utilizados pelos controladores para separação entre o fluxo de caixa e o controle acionário, sendo amplamente utilizada em mercados subdesenvolvidos, como é o caso do mercado acionário brasileiro.

Diversos estudos buscaram verificar os impactos da divulgação das informações contábeis no mercado brasileiro como um todo, como os trabalhos de Perobelli e Ness (2000), Bernardo (2001), Lopes (2001) e Sarlo Neto, Lopes e Costa (2006). Porém, nenhum deles considerou a separação de papéis ordinários e preferenciais em suas análises, o que pode ser pertinente, dadas as peculiaridades associadas a cada classe de ação e aos tipos de investidor.

Entre os estudos que analisaram separadamente as ações ON e PN, a pesquisa de Sarlo Neto, Teixeira, Loss et al. (2005) defende a ideia de que, conforme as características e os atributos de cada tipo de ação, pode haver interesses distintos dos investidores, segundo o tipo de ativo em sua carteira. Seus achados indicam que, para o investidor com posição em papéis ordinários, a informação contábil apenas é relevante nos casos de lucros anormais negativos, e, para lucros anormais positivos, essa variável perde relevância para outras informações divulgadas.

Assaf Neto (2001) salienta que o interesse relacionado com o investidor com papéis ordinários é no poder de decisão. Por sua vez, Sarlo Neto, Teixeira, Loss et al. (2005) adicionam que outro fator intensificador da distinção do interesse informacional, por parte dos investidores entre os tipos de ações, é o modelo de governança corporativa predominante no mercado. Os autores afirmam que, em países como o Brasil, os sistemas de proteção aos acionistas minoritários são mais fracos, fato que favorece a distorção entre os tipos de ações.

Considerando que o investidor com papéis ordinários deposita maior interesse no controle e no poder de decisão sobre a entidade, pode-se supor que um indicador contábil capaz de representar a manutenção da continuidade da entidade e seus resultados futuros seja o maior objeto de interesse desse investidor. Desse modo, foi desenvolvida a hipótese H1: o FCO é mais relevante para as ações ordinárias do que para as ações preferenciais.

Para Shang, Gao e Zhang (2013), a separação dos direitos de controle dados ao investidor com papéis ordinários e fluxo de caixa é uma das principais razões que aumentam o conflito de interesses entre investidores controladores e minoritários. Os autores identificaram dois tipos de conflito: o primeiro ocorre em um cenário no qual os investidores controladores têm relativamente direitos de controle concentrados, mas não separam o fluxo de caixa do controle

acionário, enquanto o segundo dá-se quando os direitos de controle são concentrados e existe alto grau de separação entre os direitos de controle e o fluxo de caixa.

De forma distinta, Assaf Neto (2001) defende que o interesse primário do investidor preferencial é o lucro, sendo este mais importante do que o controle da empresa. Esse tipo de investidor prioriza a distribuição de resultados, ou seja, seu enfoque é no pagamento de dividendos, que, por sua vez, está relacionado com o lucro distribuível. Desse modo, desenvolveu-se a hipótese H2: o LL é mais relevante para as ações preferenciais do que para as ações ordinárias.

Miller e Rock (1985) posteriormente provaram que as decisões sobre dividendos poderiam revelar ao mercado informações relacionadas com os lucros atuais, deixando assim em evidência uma correlação entre investidores preferenciais e lucro da entidade. Fonteles, Azevedo, Carvalho et al. (2012) ratificam essa ideia, afirmando que os investidores podem diferenciar duas entidades com lucros elevados por meio de uma análise dos dividendos distribuíveis, indicando assim qual delas apresenta lucro mais sólido, o que corrobora uma indicação de que a empresa apresentará bom desempenho.

Os autores Moreiras, Tombosi Filho e Garcia (2009) defendem que a teoria da preferência tributária, por sua vez, baseia-se no fato de que os dividendos sofrem incidência de uma tributação mais onerosa do que os ganhos de capital, cenário histórico nos EUA. Em razão disso, os acionistas preferenciais americanos procuram proteger-se dos impactos tributários, preferindo que a empresa retenha lucro, em vez de distribuir dividendos. Entretanto, Fonteles, Azevedo, Carvalho et al. (2012) justificam que, como no Brasil não há tributação de dividendos, há, de certo modo, um estímulo para as empresas distribuírem dividendos altos. Esse fato está relacionado com a política adotada de não estimular a retenção dos lucros por parte das grandes empresas, proporcionando, assim, alocação mais eficiente e distribuída de capital.

## METODOLOGIA

A coleta de dados deu-se por meio da base Economática<sup>®</sup>. O processo de amostragem utilizado é não probabilístico, em que a amostra é composta pelas companhias abertas com ações ordinárias e/ou preferenciais, negociadas na B3 – Brasil Bolsa Balcão, que apresentaram todas as informações necessárias para o modelo proposto com base nos exercícios de 2010 a 2016.

Após a coleta de dados, seguindo as recomendações de Caselani e Eid Junior (2008), foi necessário limitar a amostra às ações com maior liquidez para possibilitar os testes. Assim, conforme orientam Batista, Oliveira e Macedo (2017), as empresas com indicador de liquidez anual da Economática<sup>®</sup> abaixo de 0,01 foram excluídas da amostra. O indicador da Economática<sup>®</sup> considera as razões anuais entre o total de dias com negócios da ação e o total de dias com pregão, entre o número de negócios da ação e o total de negócios dos pregões e entre o volume monetário dos negócios da ação e o total de volume monetário dos pregões. Além disso, foram excluídas as observações referentes ao setor financeiro. Também foram excluídas as empresas que apresentaram patrimônio líquido negativo.

Após esse filtro inicial, para cada variável em estudo, procedeu-se à eliminação dos *outliers* da amostra com base no critério do intervalo interquartil apresentado por Fávero, Belfiore, Silva et al. (2009). Seguindo tal critério, todas as observações das variáveis dependentes e

independentes, situadas acima de três intervalos interquartílicos além do quartil superior e abaixo de três intervalos interquartílicos além do quartil inferior, foram consideradas *outliers* e, portanto, excluídas da amostra. Dessa forma, após o tratamento dos dados, chegou-se a uma amostra total de  $N_{Total} = 861$  unidades de análise.

Uma vez definida a amostra, os dados foram tabulados, e, com base nas variáveis dependentes, formaram-se três grupos de análise: o primeiro, composto por ações ordinárias e preferenciais; o segundo, composto apenas pelas ações ordinárias; e o terceiro, formado exclusivamente por ações preferenciais. Desse modo, a amostra de cada grupo é composta, respectivamente, por 700 observações para as ações ordinárias e 161 observações para as ações preferenciais.

De modo geral, a análise de dados baseia-se em seis modelos econométricos, sendo dois modelos para cada grupo de análise, cuja variável dependente é sempre o preço da ação. Como variáveis independentes, foram utilizadas as informações contábeis referentes ao LL por ação, ao FCO por ação e ao VPA.

A análise em grupos distintos foi adotada por dois motivos específicos: (i) divergência entre os estudos que analisam a distinção do impacto das informações contábeis sobre a formação dos preços das ações preferenciais e ordinárias; e (ii) para que seja possível comparar o grau de relevância dos indicadores contábeis dentro do mesmo grupo, já que a variável dependente será a mesma, em cada modelo econométrico proposto.

A variável dependente do modelo de regressão será o preço da ação no fechamento com ajuste. Ainda no tocante à variável dependente, é importante esclarecer que, para a coleta de dados, foram considerados os preços de fechamento diário, no último dia útil do mês de março, seguindo orientações de Lang, Raedy e Yetman (2003).

Essa data foi escolhida por representar a data-limite para as companhias entregarem suas demonstrações financeiras à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Cabe mencionar que o artifício de considerar uma única data para o preço das ações, e não a data imediatamente posterior à publicação das demonstrações de cada empresa, segue as orientações metodológicas de outros estudos, como os de Costa e Lopes (2007), Morais e Curto (2008) e Gonçalves, Rodrigues e Macedo (2014).

Nesse sentido, Gonçalves, Rodrigues e Macedo (2014) ressaltam que, ao se considerar uma data após a divulgação das demonstrações financeiras, assumindo certa eficiência no mercado brasileiro de capitais, o estudo considera que o impacto dessas informações já estaria incorporado ao preço dos papéis das empresas.

Passando a tratar das variáveis independentes, o Quadro 1 traz um resumo das preditoras utilizadas nos modelos econométricos propostos, bem como apresenta suas definições e algumas referências de estudos anteriores. Segundo Sarlo Neto, Teixeira, Loss et al. (2005), as variáveis contábeis, como o PL e o LL, devem ter capacidade informacional. O potencial de transmitir informações que possam influenciar as expectativas de seus usuários corresponde a essa capacidade informacional das variáveis contábeis.

A variável LPA representa, de certa forma, o lucro resultante das operações da entidade que poderia ser distribuído. Malta e Camargos (2016) defendem que o LPA é um importante sinalizador da rentabilidade acionária. Por sua vez, conforme defendem Iudícibus et al. (2010, p. 567), o FCO envolve “todas as atividades relacionadas com a produção e entrega de bens e serviços e os eventos que não sejam definidos como atividades de investimento e financiamento. Normalmente, relacionam-se com as transações que aparecem na Demonstração de Resultado”.

**QUADRO 1**  
**Variáveis Explicativas da Pesquisa**

Variáveis independentes	Definição	Referências
Qtobin	(Valor de mercado das ações + valor contábil da dívida) / ativo total	Chung e Pruitt (1994); Loderer e Martin (1997); Barnhart e Rosenstein (1998); Asle, Valahzarchard e Ahranjani (2013).
Tamanho	Ln (ativo total)	Ho, Wang, Ho-Dac et al. (2019).
Lucro líquido por ação (LPA)	Lucro líquido / número de ações	Macedo, Machado, Murcia et al. (2011); Bastos, Nakamura, David et al. (2009); Batista, Oliveira e Macedo (2017).
Fluxo de caixa operacional por ação (FCO_A)	Fluxo de caixa operacional / número de ações	Bastos, Nakamura, David et al. (2009); Ball, Gerakos, Linnainmaa et al. (2016).
Patrimônio líquido por ação (VPA)	Patrimônio líquido / número de ações	Macedo, Machado, Murcia et al. (2011); Batista, Oliveira e Macedo (2017).

Fonte: Elaborado pelos autores.

Além dos estudos mencionados no Quadro 1, Malacrida (2009) analisou a relevância do fluxo de caixa operacional e do lucro para o mercado brasileiro de capitais, tendo observado que a divulgação da Demonstração dos Fluxos de Caixa melhora o conteúdo informativo da contabilidade para o mercado de capitais brasileiro. No tocante à variável VPA, diversos estudos, como os elencados no Quadro 1, já denotaram sua relevância informacional para explicar o preço da ação. Assim, o VPA será empregado em conjunto com as duas primeiras variáveis.

Ao todo, foram obtidos seis modelos econométricos, divididos em três etapas, sendo a primeira etapa com preços de papéis ordinários e preferenciais simultaneamente, a segunda, com preços de ações exclusivamente ordinárias, e a terceira, por fim, com preços de ações apenas preferenciais. Desse modo, em cada etapa obtiveram-se duas equações de regressão linear. As regressões foram calculadas levando-se em consideração que cada empresa, em cada ano de demonstração contábil divulgada, corresponde a uma unidade de análise, e os modelos econométricos propostos constituem regressões lineares múltiplas. Seguindo as orientações de Fávero, Belfiore, Silva et al. (2009), para estimar as funções de regressão, utilizou-se o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), e, posteriormente, como análise de robustez, seguiu-se com a estimação por meio do método generalizado dos momentos, GMM (na sigla em inglês para *generalized method of moments*), em que ocorre a estimação dos coeficientes com aproximação máxima aos momentos populacionais. Tal método reduz simultaneidade.

Também pelo Quadro 2 nota-se a inserção de variáveis *dummies* multiplicativas nos modelos 01 e 02. Essas *dummies* foram utilizadas para identificar a classe de ação, sendo atribuído o valor 0 para as ações ordinárias e, conseqüentemente, o valor 1 para as ações preferenciais. O uso das *dummies* permite constatar se a identificação do tipo de ação gera impactos para o poder explicativo das variáveis independentes.

**QUADRO 2**  
**Modelos Econométricos da Pesquisa**

Modelos	Variável dependente	Variáveis independentes
01	Preço das ações (ON e PN)	LPA; VPA; DummyPrefxLPA e DummyPrefxVPA; Qtobin; Tamanho
02		FCO_A; VPA; DummyPrefxLPA e DummyPrefxFCO_A; Qtobin; Tamanho
03	Preço das ações ON	LPA VPA; Qtobin; Tamanho
04		FCO_A VPA; Qtobin; Tamanho
05	Preço das ações PN	LPA VPA; Qtobin; Tamanho
06		FCO_A VPA; Qtobin; Tamanho

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para a operacionalização das regressões, foi utilizado o *software R*, em que a análise do coeficiente  $R^2$  — que denota o poder explicativo do modelo como um todo — foi validada por meio do p-valor do teste F. Já para validar os coeficientes dos regressores, foi utilizado o p-valor do teste T, sendo observados os níveis de significância de 1%, 5% e 10%, conforme os resultados de saída fornecidos pelo *software*. Buscando cumprir o objetivo do trabalho, além da verificação do poder explicativo dos modelos, procedeu-se a uma análise de robustez, estimando os modelos pelo GMM. Adicionalmente, procurou-se identificar quais modelos e, conseqüentemente, quais variáveis explicativas demonstraram maior relevância para explicar o preço de ações ordinárias e preferenciais.

## ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### Análise Conjunta dos Preços das Ações Ordinárias e Preferenciais

Primeiramente, foram analisados os pressupostos da regressão por mínimos quadrados. Foi realizado teste de normalidade dos resíduos, em que na hipótese nula afirma-se que o erro tem distribuição normal. No nível de significância de 5%, rejeita-se  $H_0$  nos modelos, porém, pelo teorema do limite central, como a amostra é superior a 30, segundo Bastos, Guimarães e Severo (2015), pode-se relaxar o pressuposto da normalidade e seguir adiante com a análise do modelo. Sobre o teste de heteroscedasticidade dos resíduos verificou-se por meio da estatística teste de Breusch-Pagan para a heteroscedasticidade, em que em sua hipótese nula afirma-se que o modelo é sem heteroscedasticidade, ou seja, é desejado que a variância dos resíduos seja constante para todos os valores.

No nível de significância de 5%, rejeita-se a hipótese nula em todos os grupos, e, portanto, segue-se com a obtenção do modelo por meio da correção de erros-padrão robustos à heteroscedasticidade. Antes de rodar os modelos econométricos de regressão linear, foram obtidas as estatísticas descritivas das variáveis em estudo, conforme a Tabela 1. Da Tabela 02 apresenta-se a matriz de correlação das variáveis.

**TABELA 1**  
**Estatística Descritiva para Todos os Grupos**

Métrica	Preço	LPA	VPA	FCO_A	Qtobin	Tamanho
n.obs	861,00	861,00	861,00	861,00	861,00	861,00
n.null	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00
n.na	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
min	0,99	-5,09	-36,12	-6,39	1,00	1,00
max	73,83	6,30	62,09	12,77	569,00	664,00
range	72,84	11,38	98,21	19,16	568,00	663,00
sum	14016,76	762,34	10487,54	1714,82	170875,00	241822,00
median	13,05	0,75	8,73	1,45	162,00	272,00
mean	16,28	0,89	12,18	1,99	198,46	280,86
SE.mean	0,41	0,05	0,39	0,08	6,37	7,48
Cl.mean.0.95	0,80	0,11	0,77	0,16	12,49	14,67
var	144,19	2,57	132,68	6,08	34886,96	48128,34
std.dev	12,01	1,60	11,52	2,47	186,78	219,38
coef.var	0,74	1,81	0,95	1,24	0,94	0,78

Fonte: Elaborada pelos autores.

**TABELA 2**  
**Matriz de Correlação**

	PREÇO	LPA	VPA	Qtobin	Tamanho	FCO_A
PREÇO	1,000	0,059	0,143	0,018	0,022	0,054
LPA	0,059	1,000	0,343	0,340	0,401	0,490
VPA	0,143	0,343	1,000	0,243	0,237	0,228
Qtobin	0,018	0,340	0,243	1,000	-0,016	0,020
Tamanho	0,022	0,401	0,237	-0,016	1,000	0,528
FCO_A	0,054	0,490	0,228	0,020	0,528	1,000

Fonte: Elaborada pelos autores.

Preliminarmente, testou-se a relevância dessas informações contábeis para o mercado de capitais. Ou seja, considerando todas as ações de forma indistinta, rodou-se um modelo com LPA e VPA e outro com FCO\_A e VPA, ambos contendo Qtobin e tamanho como variável de controle.

Observa-se relevância da informação contábil, pois tanto o LPA quanto o FCO\_A foram significativos na explicação do comportamento do preço das ações. Dessa análise, dois aspectos chamam a atenção: (i) o coeficiente do LPA (2,7) é maior do que o coeficiente do FCO\_A (1,08);

e (ii) o  $R^2$  da regressão com LPA (33,6%) é superior ao  $R^2$  da regressão com FCO\_A (27,9%). Isso mostra, de maneira geral, sem a separação por tipo de ação, que o LL é mais informativo/relevante para o mercado de capitais do que o FCO, corroborando os resultados de Malacrida (2009) de que o lucro detém maior capacidade informacional do que o fluxo de caixa na explicação do preço das ações. Tal resultado confirma-se ao se observar o coeficiente estimado pelo modelo GMM. Têm-se 2,68 para o coeficiente de LPA e 1,24 para o coeficiente de FCO\_A.

Na primeira análise propriamente dita, observa-se, na Tabela 3, que não existe diferença de relevância para LPA entre ações ordinárias e preferenciais. Isso mostra, inicialmente, que o LPA é igualmente relevante para a explicação dos preços de ações ordinárias e preferenciais, pela análise da não significância do coeficiente da variável *dummy* para ações preferenciais (DPrefxLPA). Assim, não se têm evidências preliminares de não rejeição de H2.

**TABELA 3**  
**Resultados para Todas as Ações**

	<i>Dependent variable: preço</i>			
	OLS		GMM	
	(1)	(2)	(3)	(4)
LPA	2,742*** (0,313)		2,686*** (0,402)	
FCO_A		1,080*** (0,209)		1,246*** (0,309)
VPA	0,418*** (0,037)	0,381*** (0,044)	0,416*** (0,059)	0,401*** (0,076)
Dperf.LPA	-0,391 (0,470)		-0,355 (0,565)	
Dpref.FCO_A		-0,818** (0,356)		-1,176** (0,592)
Dperf.VPA	-0,091* (0,051)	0,005 (0,069)	-0,090 (0,066)	0,038 (0,115)
Qtobin	0,013*** (0,002)	0,014*** (0,002)	0,013*** (0,002)	0,014*** (0,002)
Tamanho	-0,002 (0,002)	0,007*** (0,002)	-0,002 (0,002)	0,007*** (0,002)
Constante	7,184*** (0,753)	5,320*** (0,757)	7,195*** (0,941)	5,179*** (1,018)
Observações	861	861	861	861
R <sup>2</sup>	0,336	0,284		
Adjusted R <sup>2</sup>	0,332	0,279		
Residual Std, Error (df = 854)	9,816	10,194		
F Statistic (df = 6; 854)	72,153***	56,552***		
Notas:	* p ** p *** p < 0.01			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Já pela análise do FCO\_A, observa-se diferença de relevância entre as ações ordinárias e preferenciais. Isso porque o coeficiente da variável DPrefixFCO\_A mostrou-se significativo a 5%. Como seu sinal é negativo, isso significa que o FCO\_A é menos relevante para a formação de preços das ações preferenciais do que para a formação de preços das ações ordinárias. Isso está sinalizando, preliminarmente, para a não rejeição de H1, ou seja, o FCO é mais relevante para as ações ordinárias do que para as ações preferenciais. Tal resultado confirma-se no teste de robustez, em que os modelos foram estimados por GMM.

Logo, com base nos resultados, percebe-se que apenas em relação ao FCO tem-se diferença significativa de relevância para o mercado de capitais entre ações ordinárias e preferenciais. A variável Qtobin apresenta-se significativa e positiva para todos os modelos, e tal resultado confirma-se no teste de robustez feito pelo GMM. Tamanho somente tem significância estatística nos modelos com fluxo de caixa por ação, e seu sinal é positivo.

### Análise separada dos preços das ações ordinárias e preferenciais

A segunda parte da análise consiste em verificar a relevância do LPA e do FCO\_A para as ações ordinárias (Tabela 4) e para as ações preferenciais (Tabela 5), separadamente. Os resultados apresentados ilustram que tanto o LPA quanto o FCO\_A são relevantes para a formação do preço das ações ordinárias. Porém, no caso das ações preferenciais, apenas o LPA é relevante.

Isso pode ser visto pelo fato de que, no caso das ações ordinárias, tanto o coeficiente do LPA quanto o coeficiente do FCO\_A são estatisticamente significativos. Já no caso das ações preferenciais, apenas o coeficiente do LPA é significativo a 1%.

**TABELA 4**  
**Resultados para as Ações Ordinárias**

	<i>Dependent variable: preço</i>			
	OLS		GMM	
	(1)	(2)	(3)	(4)
LPA	2,480*** (0,329)		2,416*** (0,412)	
FCO_A		1,013*** (0,209)		1,123*** (0,300)
VPA	0,396*** (0,039)	0,362*** (0,045)	0,393*** (0,064)	0,376*** (0,080)
Qtobin	0,017*** (0,003)	0,018*** (0,003)	0,017*** (0,003)	0,019*** (0,003)
Tamanho	-0,0004 (0,002)	0,008*** (0,002)	-0,0005 (0,003)	0,009*** (0,002)

*Continua*

	<i>Dependent variable: preço</i>			
	OLS		GMM	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	7,299*** (0,826)	5,679*** (0,813)	7,324*** (1,014)	5,492*** (1,125)
Observações	700	700	700	700
R <sup>2</sup>	0,311	0,279		
Adjusted R <sup>2</sup>	0,307	0,275		
Residual Std. Error (df = 695)	9,937	10,165		
F Statistic (df = 4; 695)	78,529***	67,329***		
Notas:	* p ** p *** p < 0,01			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Além dos resultados já apresentados, ressalta-se que, para o caso das ações preferenciais, o R<sup>2</sup> do modelo com FCO\_A é menor que o R<sup>2</sup> do modelo com LPA. Isso mostra que o LPA tem maior poder explicativo para os preços das ações preferenciais do que o FCO\_A.

**TABELA 5**  
**Resultados para as Ações Preferenciais**

	<i>Dependent variable: preço</i>			
	OLS		GMM	
	(1)	(2)	(3)	(4)
LPA	2,862*** (0,418)		2,912*** (0,439)	
FCO_A		0,438 (0,299)		0,493 (0,893)
VPA	0,419*** (0,055)	0,451*** (0,067)	0,419*** (0,090)	0,466** (0,184)
Qtobin	0,026 (0,018)	0,018 (0,020)	0,029** (0,013)	0,025 (0,031)
Tamanho	-0,042** (0,020)	0,031 (0,019)	-0,039* (0,022)	0,031 (0,019)
Constante	5,997*** (1,773)	4,077** (2,048)	5,461*** (1,918)	3,475 (4,280)
Observações	161	161	161	161

Continua

	<i>Dependent variable: preço</i>			
	OLS		GMM	
	(1)	(2)	(3)	(4)
R <sup>2</sup>	0,502	0,361		
Adjusted R <sup>2</sup>	0,489	0,344		
Residual Std. Error (df = 156)	8,816	9,985		
F Statistic (df = 4; 156)	39,255***	22,007***		
Notas:	* p ** p *** p < 0,01			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Em relação à H1, observa-se que esses resultados não sustentam completamente a rejeição da hipótese, pois tanto o LPA quanto o FCO\_A foram significativos na explicação dos preços das ações ordinárias. Além disso, o R<sup>2</sup> do modelo com LPA foi superior ao R<sup>2</sup> do modelo com FCO\_A.

Porém, cabe ressaltar que o FCO\_A foi significativo para explicar o comportamento dos preços das ações ordinárias, mas não para explicar o comportamento dos preços das ações preferenciais.

Em outras palavras, esses resultados sugerem que, embora o LPA tenha apresentado maior relevância do que o FCO\_A para explicar o preço das ações ordinárias, o FCO\_A é mais informativo para o preço das ações ordinárias do que em relação à classe de ações preferenciais. Assim, no conjunto das análises, observa-se que há indícios para a não rejeição de H1. Além disso, esses resultados fazem com que a H2 não seja rejeitada, ou seja, têm-se evidências de que o LL é mais relevante para as ações preferenciais do que para as ações ordinárias. Isso é demonstrado pela significância apenas do LPA (e não do FCO\_A) e pelo fato de o R<sup>2</sup> do modelo com LPA ter sido superior ao R<sup>2</sup> do modelo com FCO\_A. Além disso, o R<sup>2</sup> do modelo da variável LPA para ações preferenciais é superior ao R<sup>2</sup> do modelo 3 LPA para ações ordinárias. Percebe-se que o teste de robustez estimado por GMM confirma os achados discutidos sobre as estimativas obtidas por OLS.

Sobre as variáveis de controle PL, observa-se sinal estatisticamente significativo e positivo em todos os modelos. Já Qtobin apresenta significância apenas para o grupo com ações ordinárias. A variável tamanho apresenta sinal negativo e é significativa no modelo de LPA para as ações preferenciais, entretanto o tamanho da firma assume sinal positivo para o grupo das empresas ordinárias nas estimativas por GMM para a variável FCO\_A.

Em resumo, os achados da pesquisa indicam que: (i) o LPA tem capacidade informacional para explicar o preço de ambas as classes acionárias, porém, comparativamente, demonstrou maior relevância para as ações preferenciais; e (ii) o FCO\_A demonstrou deter poder explicativo apenas para o preço das ações ordinárias, não tendo apresentado significância estatística para os preços dos papéis preferenciais.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo verificar se o LPA e o FCO\_A têm capacidades distintas de explicar o comportamento dos preços das ações ordinárias e preferenciais negociadas no mercado de capitais brasileiro. Ou seja, procurou-se verificar se o LL e o FCO têm relevância diferente em relação aos dois tipos de ações: ordinárias e preferenciais.

Para tanto, aplicou-se um modelo de análise de relevância para cada variável de interesse (LPA e FCO\_A), sempre controlado por PL, Qtobin e tamanho, e tendo como variável dependente o preço das ações. Em uma primeira análise, utilizou-se uma *dummy* multiplicativa para controlar o efeito do tipo de ação na relação do LPA e do FCO\_A com o preço das ações. Assim, nesse modelo, as ações ordinárias e preferenciais foram tratadas conjuntamente. Depois, em uma segunda análise, separaram-se as amostras pelo tipo de ação e analisou-se, de forma segregada, a relação entre LPA e FCO\_A com o preço das ações ordinárias e depois com o preço das ações preferenciais.

Em relação à H1, os resultados apresentados ilustram, na primeira parte da análise, que o FCO\_A é menos relevante para a formação de preços das ações preferenciais do que para a formação de preços das ações ordinárias. Na segunda parte, observa-se que tanto o LPA quanto o FCO\_A são relevantes para a formação do preço das ações ordinárias. Porém, no caso das ações preferenciais, apenas o LPA é relevante. Além disso, o  $R^2$  do modelo com LPA foi superior ao  $R^2$  do modelo com FCO\_A.

Cabe ressaltar que o FCO\_A foi significativo para explicar o comportamento dos preços das ações ordinárias, mas não para explicar o comportamento dos preços das ações preferenciais. Esses resultados sugerem que, embora o LPA tenha apresentado maior relevância do que o FCO\_A para explicar o preço das ações ordinárias, o FCO\_A é mais informativo para o preço das ações ordinárias do que em relação à classe de ações preferenciais. Logo, concluiu-se que há indícios que sustentam a não rejeição de H1, ou seja, o FCO é mais relevante para as ações ordinárias do que para as ações preferenciais.

Já em relação à H2, apesar de os resultados da primeira análise indicarem que o LPA é igualmente relevante para a explicação dos preços de ações ordinárias e preferenciais, observa-se que, na segunda análise, o LPA é mais capaz de explicar o comportamento dos preços das ações preferenciais do que o FCO\_A, pois apenas o LPA foi significativo, e seus modelos apresentaram maior capacidade de explicação do comportamento do preço das ações preferenciais, tanto na comparação com o FCO\_A quanto na comparação do uso do LPA para ações ordinárias e preferenciais. Assim, têm-se evidências que sugerem a não rejeição de H2.

Com a não rejeição tanto de H1 quanto de H2, pode-se sugerir que os resultados da presente pesquisa corroboram os achados de Malacrida (2009), pois, considerando a associação entre o retorno futuro e o FCO corrente das companhias, é possível que os acionistas votantes preocupem-se mais com o futuro e a continuidade da organização, o que pode fazer com que tais investidores atribuam um nível maior de relevância aos indicadores associados a retornos futuros, como é o caso do FCO.

Analogamente, é possível que os acionistas preferencialistas valorizem mais a distribuição de dividendos e, assim, atribuam maior relevância aos indicadores associados ao retorno corrente, como o LL. Complementados por Sarlo Neto (2009), os resultados da presente pesquisa indicam ainda que, como o benefício principal da ação preferencial está relacionado com o

recebimento de dividendos, é possível que tanto o retorno corrente quanto o lucro corrente sejam considerados relevantes pelos investidores em ações preferenciais.

Além disso, os achados do presente estudo estão alinhados com as ideias de Glautier e Underdown (2001), que indicam a relevância da variável LL para o investidor com papéis preferenciais, e de Fonteles, Azevedo, Carvalho et al. (2012), que indicam um alinhamento entre os interesses dos acionistas preferenciais e o lucro corrente, em função do incentivo à distribuição de dividendos no Brasil.

Assim, o presente estudo buscou ampliar o foco da discussão das diferenças entre ações ordinárias e preferenciais. Logo, os resultados são relevantes para que as empresas possam entender quais informações são importantes para cada tipo de investidor e o que faz com que cada tipo de ação seja mais interessante em momentos diferentes da empresa.

Para estudos futuros, sugere-se expandir a discussão para outros mercados, principalmente latinos, que utilizem dois tipos de ações. Por fim, seria ainda interessante verificar a relação entre os estágios de ciclo de vida das empresas (muito relacionados com a geração de fluxo de caixa) e os retornos obtidos por ações preferenciais e ordinárias, visando a verificar se, em períodos de maior fluxo de caixa, existe maior retorno para as ações ordinárias, em detrimento das ações preferenciais.

## REFERÊNCIAS

- ADAMS, R.; FERREIRA, D. One Share-one vote: the empirical evidence. **Review of Finance**, v. 12, n. 1, p. 51-91, 2008.
- ARANTES, B. R.; LIMA, Á. V.; CARVALHO, F. A. A. Um estudo sobre a relação entre ações preferenciais e valor de mercado das empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 5, n. 2, p. 181-200, 2012.
- ASLE, H. G.; VALAHZAGHARD, M. K.; AHRANJANI, B. A. A survey on the relationship between stock liquidity with firm performance: a case study of Tehran Stock Exchange. **Management Science Letters**, v. 3, p. 635-640, 2013.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- BALL, R.; BROWN, P. An Empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, p. 159, 1968. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2490232?origin=crossref>>. Acesso em: 27 jul. 2017.
- BALL, R. et al. Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns. **Journal of Financial Economics**, v. 121, n. 1, p. 28-45, 2016. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com.ez29.capes.proxy.ufrj.br/science/article/pii/S0304405X16300307>>. Acesso em: 9 jan. 2018.
- BARNHART, S. W.; ROSENSTEIN, S. Board composition, managerial ownership, and firm performance: an empirical analysis. **The Finance Review**, Eastern Finance Association, v. 33, p. 1-16, 1998.
- BASTOS, D. D. et al. A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no brasil. **REGÉ: Revista de Gestão**, v. 16, n. 3, p. 65-79, 2009. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/regé/article/view/36678>>. Acesso em: 7 jan. 2018.
- BASTOS, E. V. P.; GUIMARÃES, J. C. F.; SEVERO, E. A. Modelo de regressão linear para análise de investimentos em uma empresa do ramo petrolífero. **Revista Produção e Desenvolvimento**, n. 1.1, p.77-88, 2015.
- BATISTA, T. C.; OLIVEIRA, J. F.; MACEDO, M. A. D. S. Relevância da informação contábil para o mercado brasileiro de capitais: uma análise comparativa entre lucro líquido, lucro abrangente e fluxo de caixa operacional. **RACE: Revista de Administração**, Contabilidade e Economia, v. 16, n. 1, p. 381-408, 2017. Disponível em: <<http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race/article/view/12052>>. Acesso em: 27 jun. 2017.
- BATISTA, T. C.; OLIVEIRA, J. F.; MACEDO, M. A. D. S. Relevância da informação contábil para o mercado brasileiro de capitais: uma análise comparativa entre lucro líquido, lucro abrangente e fluxo de caixa operacional. **RACE: Revista de Administração**, Contabilidade e Economia, v. 16, n. 1, p. 381-408, 2017. Disponível em: <<http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race/article/view/12052>>. Acesso em: 27 jun. 2017.
- BEAVER, W. H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, p. 67-92, 1968.
- BERNARDO, H. P. **Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais**: um estudo de evento. 2001. 160 f. Dissertação (Mestrado em

Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

CAMARGOS, M. A.; ROMERO, J. A. R. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro a eventos corporativos: teste conjunto da hipótese de eficiência do mercado. **REGE: Revista de Gestão**, v. 13, n. 3, p. 57-74, 2006.

CASELANI, C. N.; EID JUNIOR, W. Fatores microeconômicos e conjunturais e a volatilidade dos retornos das principais ações negociadas no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 2, n. 2, p. 330-350, 2008.

CHAGAS, S. L. **Breve estudo sobre a natureza das ações preferenciais**. 2005. 39 f. Monografia (Graduação em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso\\_informacao/serieshist/trabacademicos/anexos/Sandro\\_Luiz\\_da\\_Silva\\_Chagas-acoespreferenciais.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshist/trabacademicos/anexos/Sandro_Luiz_da_Silva_Chagas-acoespreferenciais.pdf)>. Acesso em: 10 abr. 2017.

CHARITOU, A.; CLUBB, C.; ANDREOU, A. The value relevance of earnings and cash flow: empirical evidence from Japan. **Journal of International Financial Management and Accounting**, v. 11, n. 1, p. 1-22, 2000.

CHUNG, K.; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

COELHO, F. U. **Manual de direito comercial: direito de empresa**. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

COLLINS, D.; KOTHARI, S. A theoretical and empirical analysis of determination of earnings response coefficients. **Journal of Accounting and Economics**, v. 11, n. 2, p. 143-181, 1989.

COSTA, F. M.; LOPES, A. B. Ajustes aos US-GAAPs: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. esp., p. 45-57, 2007. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772007000300005&lng=pt&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772007000300005&lng=pt&tlng=pt)>. Acesso em: 7 jan. 2018.

COSTA JUNIOR, N. C. A.; NEVES, M. B. E. Variáveis fundamentalistas e retornos das ações. **Revista Brasileira de Economia**, v. 54, n. 1, p. 123-137, 2000.

EASTON, P. D.; HARRIS, T. S. Earnings as an explanatory variable for returns. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 1, p. 19-36, 1991.

FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FONTELES, I. V. et al. (2012). Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 173-204, 2012.

GALDI, F. C.; LOPES, R. F. Avaliação de ações e números contábeis: aplicação dos modelos de Zhang (2000) e Zhang e Chen (2007) no mercado brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 9, n. 1, p. 131-157, 2011.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GLAUTIER, M. W. E.; UNDERDOWN, B. **Accounting theory and practice**. Londres: Pearson Education, 2001.

GONÇALVES, J. C.; RODRIGUES, A.; MACEDO, M. A. S. Poder explicativo de variáveis contábeis no preço das ações das companhias elétricas em ambiente de IFRS. **Revista Ambiente Contábil**, v. 6, n. 1, p. 219-235, 2014.

GRANDO, T. et al. Empresas dual class: um estudo do impacto no valor das empresas brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, p. 67-86, 2016. Disponível em: <<http://www.periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/30016>>. Acesso em: 17 nov. 2019.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2010.

HO, F. N.; WANG, H. M. D.; HO-DAC, N.; VITELL, S. J. Nature and relationship between corporate social performance and firm size: a cross-national study. **Social Responsibility Journal**, n. 15.2, p. 258-274, 2019.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

IUDÍCIBUS, S. et al. **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

LANG, M.; RAEDY, J. S.; YETMAN, M. H. How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality. **Journal of Accounting Research**, v. 41, n. 2, p. 363-386, 2003.

LODERER, C.; MARTIN, K. Executive stock ownership and performance tracking faint traces. **Journal of Financial Economics**, v. 45, p. 223-255, 1997.

LOPES, A. B. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. 2001. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. A. V.; MACHADO, M. R. Análise da relevância da informação contábil no Brasil num contexto de convergência às normas internacionais de contabilidade. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 1, p. 65-85, 2013.

MACEDO, M. A. D. S. et al. Análise da relevância do Ebitda *versus* fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 5, n. 1, p. 99-130, 2012. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/ASAA/article/viewFile/1846/1702>>. Acesso em: 27 jun. 2017.

MACEDO, M. A. D. S. et al. Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do *value-relevance*. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 4, p. 299-318, 2011. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/pdf/2571/257121353005.pdf>>. Acesso em: 27 jun. 2017.

MALACRIDA, M. J. C. **A relevância do lucro líquido versus fluxo de caixa operacional para o mercado de ações brasileiro**. 2009. 154 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-27032009-121238/es.php>>. Acesso em: 17 nov. 2019.

MALTA, T. L.; CAMARGOS, M. A. Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. **REGE: Revista de Gestão**, v. 23, n. 1, p. 52-62, 2016.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade**

& **Finanças**, v. 25, n. 64, p. 33-45, 2014. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772014000100004&lng=pt&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772014000100004&lng=pt&tlng=pt)>. Acesso em: 26 jul. 2017.

MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.

MORAIS, A. I.; CURTO, J. D. Accounting quality and the adoption of IASB standards: Portuguese evidence. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 48, p. 103-111, 2008.

MOREIRAS, L. M. F., TAMBOSI FILHO, E.; GARCIA, F. G. Dividendos, informação assimétrica e conflito de agência: comparação entre o novo e o mercado tradicional. **Pensamento e Realidade**, v. 24, n. 2, 2009.

PEROBELLI, F. F. C.; NESS, W. L. Reações do mercado acionário a variações inesperadas nos lucros das empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. In: ENCONTRO DA ANPAD, 24., 2000, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: ANPAD, 2000.

SARLO NETO, A. **Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. 2009. 180 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SARLO NETO, A. et al. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, p. 46-58, 2005. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1519-70772005000100004&script=sci\\_arttext&tlng=es](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1519-70772005000100004&script=sci_arttext&tlng=es)>. Acesso em: 17 nov. 2019.

SARLO NETO, A.; LOPES, A. B.; COSTA, F. M. D. O Conteúdo informativo da contabilidade: um estudo sobre o impacto da divulgação das informações contábeis no mercado brasileiro abordando o efeito liquidez. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 6., 2006, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: FGV, 2006.

SHANG, C. L.; GAO, J.; ZHANG, H. the impact of separation of control and cash flow rights on diversification: evidence from China. **International Journal of Finance & Accounting Studies**, v. 1, n. 1, p. 9-16, 2013.

VILLASCHI, A. W.; GALDI, F. C.; NOSSA, S. N. Análise fundamentalista para seleção de uma carteira de investimento em ações com baixa razão *book-to-market*. **BASE: Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 8, n. 4, p. 325-337, 2011.



**EDSON VINICIUS PONTES BASTOS**

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6948-6390>

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ); Professor Substituto no Centro Federal de Educação Tecnológica Celso Suckow da Fonseca (CEFET/RJ), Rio de Janeiro – RJ, Brasil.

E-mail: [engenheiroedsonbastos@gmail.com](mailto:engenheiroedsonbastos@gmail.com)

**VINÍCIUS DA SILVA MATOS**

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4563-0279>

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Rio de Janeiro – RJ, Brasil.

E-mail: [vini\\_matos83@hotmail.com](mailto:vini_matos83@hotmail.com)

**MARCELO ÁLVARO DA SILVA MACEDO**

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2071-8661>

Doutorado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (COPPE-UFRJ); Pós-Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (FEA-USP); Professor associado no Departamento de Contabilidade da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis na Universidade Federal do Rio de Janeiro (FACC/UFRJ), Rio de Janeiro – RJ, Brasil. E-mail: [malvaro.facc.ufrj@gmail.com](mailto:malvaro.facc.ufrj@gmail.com)