



Revista Base (Administração e Contabilidade)  
da UNISINOS

E-ISSN: 1984-8196

cd@unisinos.br

Universidade do Vale do Rio dos Sinos  
Brasil

SARLO NETO, ALFREDO; BROEDEL LOPES, ALEXSANDRO; ZÓBOLI DALMÁCIO, FLÁVIA  
A INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE SOBRE A INFORMATIVIDADE DOS LUCROS  
CONTÁBEIS DIVULGADOS PELAS EMPRESAS NEGOCIADAS NA BOVESPA  
Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS, vol. 7, núm. 4, outubro-diciembre, 2010,  
pp. 301-314  
Universidade do Vale do Rio dos Sinos  
São Leopoldo, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=337228644005>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica  
Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal  
Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

# **A INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE SOBRE A INFORMATIVIDADE DOS LUCROS CONTÁBEIS DIVULGADOS PELAS EMPRESAS NEGOCIADAS NA BOVESPA**

**THE INFLUENCE OF THE OWNERSHIP STRUCTURE OVER THE INFORMATIVENESS OF THE ACCOUNTING EARNINGS  
DISCLOSED BY COMPANIES TRADED ON THE BOVESPA STOCK MARKET**

**ALFREDO SARLO NETO**  
sarlone@ccje.ufes.br  
**ALEXSANDRO BROEDEL LOPES**  
broedel@usp.br  
**FLÁVIA ZÓBOLI DALMÁCIO**  
flaviazd@usp.br

## **RESUMO**

Este estudo objetivou investigar a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas no mercado acionário brasileiro. Foi considerada como informatividade a intensidade da relação entre o lucro contábil e o retorno das ações, mensurada pelo coeficiente angular da reta estimada entre essas duas variáveis. A pesquisa teve como foco a influência específica de duas características da estrutura de propriedade: a concentração dos votos e a divergência entre os direitos das ações (voto *versus* fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis. Essa influência foi fundamentada pelo efeito entrenchment e pelo efeito alinhamento. A amostra utilizada foi formada pelas empresas não-financeiras listadas na Bovespa durante o período de 2000 a 2006. Os resultados encontrados indicam que a concentração dos votos exerce uma influência negativa sobre a informatividade dos lucros contábeis. Quanto à divergência entre direitos, a sua influência negativa passa a ser observada somente quando ocorre o excesso de votos. O maior impacto negativo sobre a informatividade dos lucros contábeis foi observado quando ocorre a combinação da concentração de votos com a divergência entre direitos.

*Palavras-chave:* informatividade, estrutura de propriedade, concentração de votos e divergência entre direitos.

## **ABSTRACT**

This study examines the effects of the ownership structure over the informativeness of the accounting earnings that are disclosed by companies traded on the Brazilian stock market. Informativeness is about measuring how intense is the relation between accounting earnings and stock prices considering the angular coefficient of the probable straight line between these two variables. The investigation focuses on the specific influence of two ownership structure characteristics, viz. the concentration of voting rights and the divergence between the rights of shares (vote *versus* cash flow), on the informativeness of the accounting earnings. The relation between the informativeness of the accounting earnings and the concentration of votes and the divergence among rights was based on the entrenchment and alignment effects. The sample used in the research was made up of non-financial companies listed at the São Paulo Stock Exchange (Bovespa) from 2000 to 2006. The results show that the concentration of the voting rights has a negative influence on the accounting earnings informativeness. As to the divergence between rights, the negative influence

over that informativeness is seen only when there is an excess of votes. The most negative impact on the informativeness is observed when a combination between the concentration of votes and the divergence between rights occurs.

*Key words:* informativeness, ownership structure, concentration of voting rights, divergence between the rights of shares.

## INTRODUÇÃO

A relevância da contabilidade para os usuários externos pode ser considerada como um dos temas mais estudados pela contabilidade. A ideia de relevância da contabilidade está diretamente ligada à sua capacidade informacional, que significa o seu potencial de transmitir informações que influenciam as expectativas de seus usuários. Na atividade prática da pesquisa em contabilidade, a capacidade informacional é substituída pelo termo "informatividade" (*informativeness*).

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

No Brasil, a partir do início desta década, a informatividade dos números contábeis tem sido um tema que vem despertando o interesse dos pesquisadores em contabilidade. Apesar da literatura não ser tão extensa quanto a internacional, a pesquisa levantou um conjunto de evidências que indicam a relevância dos números contábeis divulgados para o mercado acionário local. Entre os primeiros trabalhos realizados sobre este tema no mercado brasileiro, podemos citar Martinez (2002), Lopes (2001) e Lima e Terra (2004).

Recentemente, trabalhos presentes na literatura internacional procuraram verificar a influência de aspectos da estrutura de propriedade das empresas sobre a informatividade dos lucros contábeis. Entre os trabalhos realizados destacam-se: Fan e Wong (2002), Francis *et al.* (2005) e Wang (2006). Estes trabalhos levantaram um conjunto relevante de evidências que confirmaram a influência de aspectos da estrutura de propriedade sobre o nível de informatividade da contabilidade em dois mercados: o americano e o do sudoeste asiático.

Entre as características do mercado acionário brasileiro, a estrutura de propriedade das empresas brasileiras pode ser considerada como uma de suas mais marcantes. Em trabalhos dedicados a estudar a estrutura de propriedade das empresas brasileiras, Carvalhal-da-Silva (2004), Okimura *et al.* (2007) e Assaf Neto (2007) verificaram o alto grau de concentração dos votos sob o controle do acionista majoritário e a ampla utilização da emissão de ações sem direito a voto (preferenciais).

A presença destes dois mecanismos, a alta concentração dos votos e a divergência entre direitos das ações, contribui na

formação do tipo de conflito de agência existente nas empresas brasileiras. Em vez do conflito existir entre os interesses dos administradores e dos acionistas, como se observa nos mercados mais desenvolvidos – o americano e o inglês –, o conflito de agência nas empresas brasileiras passa a emergir em torno dos diferentes interesses dos acionistas majoritários (controladores) e dos minoritários.

Evidências específicas sobre a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis ainda não foram encontradas no mercado brasileiro. Apesar dos trabalhos presentes na literatura internacional em contabilidade, observa-se a ausência de pesquisas sobre este tema (estrutura de propriedade) na literatura brasileira.

Assim, de forma inovadora, o presente trabalho procura investigar a relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado acionário brasileiro. Seguindo a tendência internacional, este estudo possui a finalidade de investigar a influência de dois mecanismos presentes na estrutura de propriedade das empresas brasileiras: a concentração dos votos e a divergência entre direitos (voto *versus* fluxo de caixa).

Considerando a necessidade de pesquisa das evidências relacionadas à estrutura de propriedade e à relevância da contabilidade no mercado brasileiro, emerge a seguinte questão-problema: *Qual a relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa?*

Sob o olhar investigativo, a questão formulada possui a intenção de verificar e mensurar a associação entre a estrutura de controle e os lucros contábeis das empresas negociadas na Bovespa. Como a estrutura de controle pode ser considerada um termo abrangente, que compreende diversos itens relacionados à composição acionária das empresas, existe a necessidade de desenvolver questões de trabalho elaboradas sobre itens mais bem definidos e específicos. A partir das evidências comentadas na literatura internacional, apresentam-se as seguintes questões de trabalho: *Qual a relação entre a concentração dos votos e a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa? Qual a relação entre a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) das ações e a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa?*

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

A amplitude do objetivo apresentado pode corresponder a uma limitação para a sua realização. Dessa maneira, o objetivo geral será desmembrado em objetivos específicos para facilitar a execução da pesquisa. Os objetivos específicos são: (a) verificar e caracterizar a influência da concentração dos votos sobre a informatividade dos lucros contábeis; (b) verificar e caracterizar a influência da divergência entre os direitos (voto *versus* fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis; (c) verificar se a influência da divergência entre os direitos (voto *versus* fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis está condicionada ao excesso de votos; (d) verificar a influência conjunta da concentração de votos e da divergência entre direitos (voto *versus* fluxo de caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis. Além dos objetivos específicos apresentados, indiretamente, este estudo examinará a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro sob a influência de dois fatores (*market-to-book* e perdas) estudados na literatura internacional.

Pela proposta da pesquisa, espera-se que ela possa contribuir para o entendimento dos incentivos provocados pela concentração dos votos e pela divergência entre os direitos de voto e fluxo de caixa para o papel da contabilidade no mercado brasileiro.

Assim, esta pesquisa pode ser considerada relevante devido aos seguintes pontos: (i) considerando as pesquisas realizadas na área de contabilidade no Brasil, este trabalho pode ser considerado como inovador; (ii) abordar a realidade do mercado de capitais brasileiro pode ser uma contribuição para a literatura internacional. O mercado brasileiro possui um ambiente de governança onde a estrutura de propriedade das empresas apresenta características diferentes das encontradas nos mercados em que foram realizados os estudos existentes. Essas diferenças são: no Brasil a emissão de ações sem direito a votos é intensamente utilizada; e em relação à concentração acionária, no mercado brasileiro, ela é elevada e concentrada nas mãos de um pequeno número de acionistas; (iii) as evidências encontradas nesta pesquisa podem ser úteis aos órgãos normativos relacionados com a regulação da contabilidade no Brasil. Os resultados deste trabalho podem contribuir para a confecção de normas sobre a prática contábil em ambientes que possuem como características a concentração de votos e a divergência entre direitos.

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

## REVISÃO DA LITERATURA

Dentro da literatura internacional, o tema relevância da informação contábil foi extensamente estudado, tendo sido verificado por intermédio de um denso e vasto conjunto de evidências. Nos últimos dez anos, alguns estudos presentes na literatura internacional (La Porta *et al.*, 2000; Ball *et al.*, 2000) levantaram evidências que comprovaram que as diferenças nas práticas contábeis adotadas por diferentes países podem ser explicadas pelo ambiente de governança corporativa presente nestes países.

Entre as pesquisas dedicadas à governança corporativa, muitas foram direcionadas ao estudo de algum elemento específico. Entre os principais elementos estudados encontra-se a estrutura de propriedade, que contempla a concentração dos votos e a divergência entre os direitos das ações. As principais evidências realizadas sobre esse tema foram:

Fan e Wong (2002) desenvolveram uma pesquisa nos mercados do Sudoeste asiático (Hong Kong, Indonésia, Coreia do Sul, Malásia, Cingapura, Taiwan e Tailândia), caracterizados pela grande concentração de controle e divergência entre os direitos de voto e fluxo de caixa. Os autores testaram hipóteses de que a credibilidade das demonstrações contábeis é tanto menor quanto maior for a concentração acionária e a divergência entre os direitos. As evidências encontradas indicaram que a informatividade dos resultados diminui com o aumento da concentração dos votos em poder do acionista controlador. Os mesmos resultados foram encontrados no caso da divergência entre os direitos: quanto maior a diferença de direitos na participação acionária do controlador, menor a informatividade dos resultados contábeis.

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

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

## A INFORMATIVIDADE: RELAÇÃO ENTRE O LUCRO CONTÁBIL E O RETORNO DAS AÇÕES

Considerando o mercado eficiente na forma semiforte, pelos seus princípios, os preços deveriam variar conforme as expectativas presentes no mercado em relação aos lucros futuros e à geração de fluxo de caixa. Essa relação pode ser descrita segundo Watts e Zimmermann (1986, p. 27): "Empiricamente, o lucro contábil pode ser associado com os fluxos de caixa. Se estiverem associados, então o lucro da contabilidade de uma empresa para o período atual pode fornecer a informação sobre os fluxos de caixa atuais da empresa" [tradução nossa].

Partindo dos modelos empregados por diversos autores, tal como Easton e Harris (1991), a relação entre o lucro contábil e o retorno das ações é usualmente representada por uma equação em que o retorno das ações é definido como uma variável explicada/dependente da variável lucro contábil. Seguindo esta definição, esta relação assume a seguinte especificação:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

sendo:  $R_{it}$  = Retorno da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $LC_{it}$  = Lucro contábil da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $\alpha_0$  = Intercepto;  $\alpha_1$  = Coeficiente angular entre o lucro contábil e o retorno;  $\varepsilon_{it}$  = Erro.

Como listado acima, cada termo da equação (1) possui um significado específico. O lucro contábil ( $LC_{it}$ ) representa a variável independente do modelo, a variável explicativa, responsável pela explicação da variável retorno da ação ( $R_{it}$ ). Sendo assim, a variável retorno das ações ( $R_{it}$ ) é função do lucro contábil ( $LC_{it}$ ), ou seja, é explicada pela surpresa presente no lucro. O intercepto compreende todas as outras informações que não foram refletidas pelo lucro contábil, e o coeficiente de variação do retorno em relação ao lucro consiste na parcela do lucro contábil que explica o retorno das ações.

Pela equação (1), a informatividade entre o lucro contábil e o retorno das ações é medida pelo coeficiente angular ( $\alpha_1$ ). Este raciocínio é definido por Francis *et al.* (2005, p. 330): "Como informatividade compreende-se o coeficiente da inclinação que relaciona retornos aos lucros ou aos dividendos, sendo ambos obtidos das regressões entre retornos anuais e lucros anuais ou dividendos" [tradução nossa].

A fundamentação teórica que sustenta essa relação é baseada no uso dos lucros contábeis pelos investidores como informação útil para ajustar as suas expectativas. Se o lucro contábil contiver novas informações (surpresas), provocará ajustes nas expectativas dos investidores e, consequentemente, nos preços das ações e nos valores de mercado das empresas. Segundo esse raciocínio, a informatividade consiste em uma propriedade da informação contábil relacionada à sua capacidade informacional. A informatividade consiste numa medida que representa a intensidade da relação entre a informação contábil e o retorno das ações.

## A INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE SOBRE A INFORMATIVIDADE

Pela literatura existente, os custos e benefícios relacionados com as características da estrutura de propriedade estão relacionados com a ocorrência de um determinado efeito como, por exemplo, os efeitos entrincheiramento e alinhamento, analisados por Claessens *et al.* (2002). Atendendo o escopo deste estudo, os efeitos associados à estrutura de propriedade, entrincheiramento e alinhamento serão utilizados para fundamentar a relação entre a informatividade do lucro contábil e a concentração dos votos e a divergência entre direitos (voto *versus* fluxo de caixa).

Para o acionista controlador, o aumento de sua participação no total de votos consiste em um incentivo para expropriar os minoritários. Esta relação é confirmada por Carvalhal-da-Silva (2004, p. 350):

*[...] a concentração do direito de voto nas mãos dos acionistas controladores pode ser associada com maior grau de expropriação dos minoritários, uma vez que grandes acionistas preferem auferir benefícios privados de controle, que não são divididos com os minoritários.*

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

O Gráfico 1, presente na Figura 1, descreve a relação entre a informatividade e a concentração de votos. Como a ocorrência do efeito entrincheiramento está diretamente vinculada à concentração dos votos, a concentração dos votos proporciona uma influência negativa sobre a informatividade das informações contábeis divulgadas. Desta maneira, a relação entre a informatividade dos lucros contábeis e a concentração dos votos deve ser negativa. Assim, quanto maior a concentração dos votos, maior o efeito entrincheiramento e, portanto, menor a credibilidade das informações divulgadas pelo controlador e menor a informatividade dos lucros contábeis.

No mercado brasileiro, devido à possibilidade de montar estruturas piramidais de controle e de emissão de ações preferenciais, os acionistas controladores tendem a deter, em sua participação acionária, maior quantidade de direitos de votos do que direitos de fluxo de caixa. Essa divergência entre direitos em sua participação acionária proporciona ao acionista controlador um incentivo para expropriar o acionista minoritário. Caso o acionista controlador detenha uma grande divergência entre direitos na sua participação, ou seja, tenha a

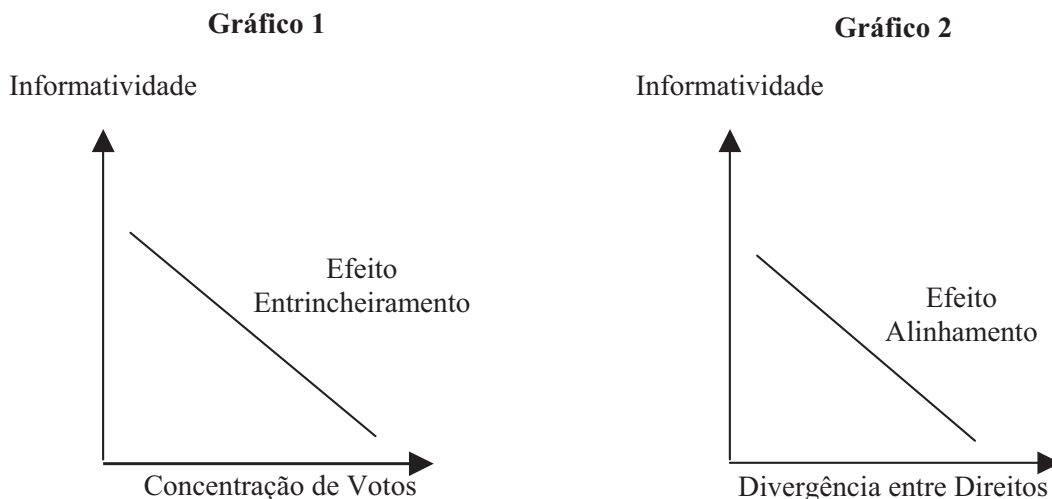


Figura 1 – Relação entre informatividade e concentração de votos e divergência entre direitos.

Figure 1 – Relationship between informativeness and vote concentration and divergence between rights.

quantidade de direitos de voto muito superior à quantidade de fluxo de caixa, ele arcará com uma pequena parte dos custos de sua expropriação. Assim, quanto maior a divergência de direitos na posição do acionista controlador, maior o incentivo para expropriar.

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

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

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

Neste sentido, o efeito alinhamento decorre da redução da divergência entre os direitos (voto *versus* fluxo de caixa) na posição do acionista controlador. Nesse sentido, o efeito

alinhamento pode ser analisado em função da divergência entre direitos. Assim, conforme representado pelo Gráfico 2, presente na Figura 1, quanto menor a divergência entre direitos, maior o efeito alinhamento e maior a informatividade das informações contábeis divulgadas. Na prática, o efeito alinhamento pode aumentar os custos da expropriação para o acionista controlador e, consequentemente, reduzir o efeito entrincheiramento, aumentando a informatividade dos lucros contábeis divulgados.

## METODOLOGIA

### SELEÇÃO DA AMOSTRA DE TRABALHO E DAS SUBAMOSTRAS

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

- (i) ações das empresas (não financeiras) negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) pelo período de 2000 a 2006;
- (ii) ações que apresentassem presença em bolsa igual ou maior do que 98% dos dias de negociação em cada ano, para todos os anos do período analisado;
- (iii) entre ações preferenciais e ordinárias negociadas de uma mesma empresa, foi selecionada a ação que registrasse a maior liquidez no período analisado.

Após a utilização destes critérios de classificação, foram separadas 500 observações, sendo 441 referentes a ações preferenciais e 59 a ações ordinárias, de 117 empresas diferentes. Por apresentar elementos em duas dimensões,



séries temporais e dados em corte (*cross-section*), a amostra de trabalho consiste em um conjunto de dados em painel.

Para atender as demandas de cada um dos modelos utilizados pela metodologia, a amostra de trabalho foi reclassificada e segregada em 1 (uma) subamostra. Consideradas os critérios utilizados, as subamostras contemplaram as seguintes quantidades de observações, conforme a Tabela 1.

### DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

As variáveis utilizadas nos modelos possuem as seguintes especificações, conforme o Quadro 1.

Como variáveis de controle foram adotadas as seguintes variáveis: (a) *Market-to-Book* (MTB): valor de mercado dos ativos divididos pelo valor contábil do patrimônio líquido; (b) Perdas (NEG): variável binária que assume valor igual a 1 (um) quando o resultado é negativo (prejuízo) e assume valor 0 (zero) em caso contrário; (c) Ano: representado por um conjunto de variáveis binárias. As variáveis assumem valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos; e (d) Setor: os diferentes setores de atuação das empresas selecionadas na amostra de trabalho foram representados por um conjunto de variáveis binárias. As variáveis assumem valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores.

### LEVANTAMENTO DOS DADOS

As informações necessárias foram coletadas no sistema de informação Economática® e no sistema de Divulgação Externa da Comissão de Valores Mobiliários (DIVEXT), disponível nos sites da Bolsa de Valores de São Paulo ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)) e da Comissão de Valores Mobiliários ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)).

Entre as variáveis levantadas, deve-se destacar o método utilizado para o cálculo da participação dos acionistas controladores. Esta participação foi levantada a partir da participação acionária indireta dos acionistas declarados como controladores pelo sistema de Divulgação Externa (DIVEXT®), disponibilizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo banco de dados Infoinvest ([www.infoinvest.com.br](http://www.infoinvest.com.br)). A partir deste procedimento, foi considerada a estrutura

propriedade indireta<sup>1</sup>, amplamente utilizada na literatura nacional (Leal *et al.*, 2002; Okimura *et al.*, 2007; Silveira *et al.*, 2004) e internacional (La Porta *et al.*, 2000; Fan e Wong, 2002; Francis *et al.*, 2005), sendo a estrutura de propriedade indireta utilizada como referência para a apuração dos percentuais de ações ordinárias e preferenciais em poder do maior acionista controlador (MAC), necessários para o cálculo das variáveis concentração de votos, índice de divergência entre direitos (voto *versus* fluxo de caixa) e excesso de votos.

As informações contábeis utilizadas na pesquisa foram coletadas sobre as demonstrações financeiras consolidadas. Caso uma determinada ação tenha apresentado ausência de alguma das informações solicitadas, a mesma foi excluída da base.

### MODELOS

De acordo com a característica da amostra de trabalho selecionada, serão utilizados modelos de regressão multivariada com uso de dados em painel. Por verificar as variações refletidas sobre os preços das ações a cada pregão, o uso da técnica de regressão com dados em painel possibilita a obtenção de resultados mais consistentes.

Para a verificação das hipóteses elaboradas, serão utilizadas as três abordagens para os modelos de regressão com dados em painel: (i) Pooled – Dados em Painel com Efeito Combinado; (ii) EF – Dados em Painel com Efeitos Fixos; e (iii) EA – Dados em Painel com Efeitos Aleatórios.

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

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot IC_{it} + \beta_1 \cdot IC_{it} \cdot EP_{it} + \sum_j \omega_j \cdot IC_{it} \cdot VC_{it}^j + e_{it} \quad (2)$$

sendo:  $R_{it}$  = medida de retorno da ação da empresa  $i$  no período  $t$ : RA (retorno anormal);  $IC_{it}$  = variável independente da informação contábil da empresa  $i$  no período  $t$ : LLA (lucro líquido ajustado);  $EP_{it}$  = variáveis independentes da estrutura de propriedade da empresa  $i$  no período  $t$ : CV (concentração de votos), IDD (índice de divergência entre direitos de voto e de fluxo de caixa) ou EV (excesso de voto);  $VC_{it}^j$  = variáveis

**Tabela 1 – Critérios utilizados e número de observações por amostra/subamostras.**

**Table 1 – Criteria used and number of observations per sample/subsample.**

Sigla	Amostra/Subamostra	Critérios	Obs.
AT	Amostra Trabalho	Todas as ações selecionadas	500
EM	Estrutura Múltipla	Somente ações de empresas que possuem capital formado por ações ordinárias e preferenciais	441

<sup>1</sup> A estrutura indireta compreende a participação do acionista até a última instância. Se um acionista controla a companhia X, que, por sua vez, é controladora da companhia Y, o acionista é controlador direto da companhia X e indireto da companhia Y. Exemplo: se um acionista detém diretamente 80% da empresa X, que possui 60% da empresa Y, este mesmo acionista possui indiretamente 48% (80% x 60%) da empresa Y.

**Quadro 1 – Definição das variáveis.****Chart 1 – Definition of variables.**

Variáveis	Fórmula	Definição
Retorno Anormal (RA)	$RA_{i,t} = R_{i,t} - RIBOV_t$	<p>Como medida para o retorno das ações foi adotado o retorno anormal (RA). O retorno anormal representa o excesso de retorno da empresa em relação ao mercado em determinado período.</p> <p><math>RA_{i,t}</math> é o retorno anormal da ação da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>; <math>R_{i,t}</math> é o retorno da ação da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>; e <math>RIBOV_t</math> é o retorno do mercado para o período <math>t</math>. Como medida para o retorno do mercado foi utilizada a variação do Ibovespa.</p>
Maior Acionista Controlador (MAC)	$MAC_{i,t} = \max \left\{ 0, \frac{V_{i,t}^j}{TV_{i,t}} \right\}$	<p>É o acionista controlador que possui, com base na estrutura indireta, o maior percentual de direitos de votos em relação ao total de direitos de votos da empresa analisada.</p> <p><math>MAC_{i,t}</math> é o maior acionista controlador da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>; <math>V_{i,t}^j</math> é a quantidade de votos do acionista <math>j</math> da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>; e <math>TV_{i,t}</math> é o total de votos da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>.</p>
Lucro Líquido Ajustado (LLA)	$LLA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{VM_{i,t-1}}$	<p>É o lucro líquido da empresa divulgado no exercício ajustado pelo valor de mercado da empresa.</p> <p><math>LLA_{i,t}</math> é o lucro líquido ajustado da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>; <math>LL_{i,t}</math> é o lucro líquido da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>; e <math>VM_{i,t-1}</math> é o valor de mercado da empresa <math>i</math> no período <math>t-1</math>.</p>
Concentração dos Votos (CV)	$CV_{i,t} = \frac{V_{i,t}^{MAC}}{TV_{i,t}}$	<p>Consiste na quantidade de votos que o maior acionista controlador (MAC) possui sobre o total de votos.</p> <p><math>CV_{i,t}</math> é a concentração de votos; <math>V_{i,t}^{MAC}</math> é a quantidade de votos do maior acionista controlador (MAC) da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>; e <math>TV_{i,t}</math> é o total de votos da empresa <math>i</math> em <math>t</math>.</p>
Direitos de Fluxo de Caixa (FC)	$FC_{i,t} = \frac{A_{i,t}^{MAC}}{TA_{i,t}}$	<p>Consiste na quantidade de direitos de fluxo de caixa que o maior acionista controlador (MAC) possui sobre o total de direitos de fluxo de caixa da empresa (ações ordinárias e preferenciais).</p> <p><math>FC_{i,t}</math> é a quantidade de direitos de fluxo de caixa do acionista controlador; <math>A_{i,t}^{MAC}</math> é a quantidade de ações (ordinárias e preferenciais) do maior acionista controlador (MAC) da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>; e <math>TA_{i,t}</math> é o total de ações da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>.</p>
Excesso de Votos (EV)	$EXC_{i,t} = CV_{i,t} - 50\%$	<p>Variável binária que representa a posição de excesso de votos em relação ao limite mínimo (&gt;50%) para que se possa assumir o controle da empresa. A variável assume valor igual a um (1) se o excesso de voto for positivo, e zero (0) se o excesso de voto for negativo.</p> <p><math>EXC_{i,t}</math> é excesso de votos do maior acionista controlador (MAC) da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>; <math>CV_{i,t}</math> é a concentração de votos da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>; e 50% é o limite mínimo de votos que define o controle.</p>
Índice de Divergência entre Direitos (IDD)	$IDD_{i,t} = 1 - \left[ \frac{FC_{i,t}}{VC_{i,t}} \right]$	<p>Mensura a divergência* entre direitos (fluxo de caixa versus votos) a partir da relação entre a participação nos direitos a fluxo de caixa e a participação nos direitos de voto presentes na participação do maior acionista controlador (MAC) de uma determinada empresa.</p> <p><math>IDD_{i,t}</math> é o índice de divergência entre direitos; <math>FC_{i,t}</math>, a quantidade de direito de fluxo de caixa do maior acionista controlador (MAC) da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>; e <math>VC_{i,t}</math>, a quantidade de votos do maior acionista controlador (MAC) da empresa <math>i</math> no período <math>t</math>.</p>

\* Da forma como foi formulado, quanto maior for o índice de divergência ( $IDD_{i,t}$ ), maior a divergência entre os direitos. Assim, um  $IDD$  com valor igual a 1 (um) significa divergência máxima, e com um valor igual a 0 (zero), divergência mínima. A divergência mínima indica que não há discrepância entre o percentual de votos e o percentual de fluxo de caixa em poder do maior acionista controlador (MAC), e, de forma inversa, a divergência máxima indica que o percentual de fluxo de caixa é irrelevante em relação ao percentual de votos. Nota-se que a situação de divergência máxima ( $IDD = 1$ ) é uma situação impossível, pois um  $FC = 0$  corresponde a nenhuma participação acionária no capital da empresa. Assim, a divergência entre direitos pode assumir qualquer valor no intervalo:  $\{0 \leq IDD < 1\}$ .



de controle  $j$ , de um total de  $k$  variáveis, para a empresa  $i$  no período  $t$ : MTB (*market-to-book*), NEG (prejuízos), ano e setor;  $e_{i,t}$  = erro aleatório para a empresa  $i$  no período  $t$ .

Assim, pelo modelo (2), a interação ( $IC_{it} \cdot EP_{it}$ ) é o objeto de interesse deste estudo. O parâmetro  $\beta_1$  representa o grau da relação entre o retorno da ação ( $R_{it}$ ) e a informação contábil ( $IC_{it}$ ), ou seja, a informatividade, controlada pela variável estrutura da propriedade ( $EP_{it}$ ). Se o valor estimado para o parâmetro  $\beta_1$  for negativo e estatisticamente significativo, será uma indicação de que as variáveis da estrutura de propriedade (concentração de votos e divergência entre direitos) proporcionam uma redução na informatividade.

Adicionalmente, foram inseridas no modelo variáveis de controle com a intenção de isolar os efeitos delas sobre a relação entre a variável dependente ( $R_{it}$ ) e a variável independente ( $IC_{it}$ ). Desenhado como uma regressão linear, deve-se considerar que o modelo indicado (2) pode apresentar heterocedasticidade. Desta maneira, os valores estimados para os coeficientes foram ajustados pelo método de *White*.

O modelo inicialmente apresentado (2) é estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e está configurado sob a abordagem POOLED. Mesmo sendo a estimação pelo MQO considerada adequada, a equação POOLED possui a deficiência de desconsiderar fatores não observáveis que podem influenciar a relação entre a informatividade e a estrutura de propriedade. Com a finalidade de superar esta deficiência, o modelo (2) inicialmente proposto foi alterado.

Com a alteração do modelo (2), o termo do erro  $e_{i,t}$  é dividido em outros dois termos,  $\alpha_i$  e  $\xi_{i,t}$ . O termo  $\alpha_i$  representa para a empresa  $i$  os efeitos específicos não observáveis. E o termo  $\xi_{i,t}$  representa o erro do modelo. A equação (2) alterada pode ser estimada pelas outras duas abordagens: Efeitos Fixos (EF), pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), e Efeitos Aleatórios (EA), pelo método dos mínimos quadrados generalizados (MQG).

Para a seleção da abordagem que oferece a melhor especificação, são aplicados dois testes: o teste de Breusch-Pagan e o teste de Hausman. Cada um dos testes indicados possui finalidades diferentes e eles são utilizados sobre diferentes pares de especificações. Inicialmente se aplica ao teste de Breusch-Pagan entre os modelos POOLED e EA. Caso haja a rejeição da hipótese nula pelo teste de Breusch-Pagan, haverá a necessidade da aplicação do teste de Hausman para a escolha entre os efeitos fixos (EF) e aleatórios (EA).

**Modelo concentração de votos (MCV):** Esse modelo foi estruturado com o propósito de mensurar o impacto da concentração dos votos sobre a informatividade dos lucros contábeis, atendendo a demanda gerada pela hipótese  $H_a$ . A partir do modelo geral (2), este modelo, pelos efeitos fixos e aleatórios, consiste na seguinte equação:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} CV_{it} + \sum_j^k \omega_j LLA_{it} VC_{it}^j + \alpha_i + \xi_{i,t} \quad (3)$$

em que:  $LLA_{it}$  é o lucro líquido ajustado da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $CV_{it}$  é a concentração de votos obtida pela posição acionária do MAC na empresa  $i$  no período  $t$ .

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

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

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} IDD_{it} + \beta_2 LLA_{it} IDD_{it} EV_{it} + \sum_j^k \omega_j LLA_{it} VC_{it}^j + \alpha_i + \xi_{i,t} \quad (4)$$

em que:  $LLA_{it}$  é o lucro líquido ajustado da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $IDD_{it}$  é o índice de divergência entre direitos calculados sobre a posição acionária do MAC na empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $EV_{it}$  é o excesso de votos do MAC da empresa  $i$  no período  $t$ .

O interesse deste modelo recai sobre os coeficientes  $\beta_1$  e  $\beta_2$ , que mensuram a informatividade do lucro contábil sob a influência da divergência entre direitos. O uso de dois coeficientes possibilita analisar o impacto da divergência entre direitos em duas situações, quando o maior acionista controlador (MAC) possui excesso de votos (>50% votos), ou quando ele não possui excesso, tendo que compartilhar o controle com outros acionistas.

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

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{it} + \beta_1 LLA_{it} CV_{it} + \beta_2 LLA_{it} IDD_{it} + \beta_3 LLA_{it} CV_{it} IDD_{it} + \sum_j^k \omega_j LLA_{it} VC_{it}^j + \alpha_i + \xi_{i,t} \quad (5)$$

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

A aplicação desse modelo está direcionada à verificação da influência conjunta das duas características da estrutura de propriedade analisadas neste estudo, concentração de votos e divergência entre direitos, sobre a informatividade dos lucros contábeis. A variável interativa  $LLA_{it}.CV_{it}.IDD_{it}$  representa a influência conjunta tanto da concentração dos votos (CV) como

da divergência entre direitos (IDD) sobre a informatividade dos lucros contábeis. Assim, o principal interesse desse modelo recai sobre o coeficiente  $\beta_3$ , que possibilita mensurar a influência conjunta da concentração de votos e da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis.

## HIPÓTESES

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

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

Conforme as hipóteses levantadas, esperam-se os seguintes resultados apresentados no Quadro 2.

Pelos resultados listados no Quadro 1, espera-se que as variáveis concentração dos votos (LLA.CV) e divergência entre direitos de voto *versus* fluxo de caixa (LLA.IDD) apresentem valores negativos em todos os modelos.

## RESULTADOS ENCONTRADOS

A partir do conjunto de dados/observações extraídos das respectivas fontes, de acordo com os procedimentos indicados pela metodologia, seguem listados abaixo os resultados encontrados pela aplicação dos modelos.

Inicialmente, quanto à especificação dos modelos, pela aplicação dos testes de Breusch-Pagan e Hausman, conforme a Tabela 2, a abordagem mais indicada para o modelo concentração de votos (MCV) é a POOLED. Para o modelo divergência entre direitos (MDD) e para o modelo combinado (MCB), a dos efeitos fixos (EF).

## MODELO CONCENTRAÇÃO DE VOTOS (MCV)

Aplicado sobre a amostra de trabalho (AT), esse modelo possui a finalidade específica de mensurar o impacto da concentração de votos sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas brasileiras.

Pela aplicação do modelo concentração de votos (MCV) sobre a amostra de trabalho (AT), na Tabela 3, observa-se, pela abordagem POOLED, um valor negativo (–0,0184) e significativo (1%) para a variável LLA.CV, indicando que a concentração de votos é determinante para explicar a relação entre o retorno e o lucro contábil. Os resultados corroboram a hipótese de que a concentração dos votos influencia negativamente a informatividade dos lucros contábeis.

Em relação às variáveis de controle, a variável LLA.MTB apresentou valor positivo e significativo (1%), sendo que a variável LLA.NEG registrou valor negativo e significativo (1%). Quanto às variáveis binárias relacionadas aos anos, somente os anos de 2005 e 2006 apresentaram significância estatística. Entre as variáveis binárias vinculadas aos setores, somente os setores têxtil e telecomunicações apresentaram significância estatística.

Consideradas as estimativas pela especificação POOLED os resultados obtidos pela aplicação do modelo concentração de

**Quadro 2 – Resumo dos resultados esperados por hipótese e por modelo.**

**Chart 2 – Summary of results expected by chance and by model.**

Hipóteses	Modelo	Amostra	Variável	Coeficiente
Ha	Concentração de Votos	Amostra de Trabalho	LLA.CV	(–)
Hb	Divergência entre Direitos	Estrutura Múltipla	LLA.IDD	(–)
			LLA.IDD.EV	(–)
Ha e Hb	Combinado	Amostra de Trabalho	LLA.CV.IDD	(–)

**Tabela 2 – Testes de especificação para os modelos adotados.**

**Table 2 – Specification tests for the models adopted.**

	Estatística- $\chi^2$		
	MCV	MDD	MCB
Breusch-Pagan	2,67	2,76***	2,72***
Hausman	18,60***	23,03**	8,37**
Modelo Indicado	Pooled	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos

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

Tabela 3 – Resultados do modelo concentração de votos sobre amostra de trabalho.

Table 3 – Results of the model concentration of votes on work sample.

	Variável dependente (Retorno anormal)		
	(Pooled)	(EF)	(EA)
Const	0.0856 (0.1206)	-0.0070 (0.0642)	0.0456 (0.1362)
LLA	1.1889* (0.3914)	1.6214* (0.514)	1.2511* (0.4058)
LLA.CV	-0.0184* (0.0070)	-0.0210* (0.0085)	-0.0188* (0.0072)
Var. de Controle:			
LLA.MTB	0.4434* (0.1118)	0.4802* (0.1240)	0.4468* (0.1119)
LLA.NEG	-1.2841* (0.5029)	-2.2381* (0.6628)	-1.4161* (0.5232)
Dummy ANO	Sim	Sim	Sim
Dummy SETOR	Sim	-	Não
R <sup>2</sup> ajust.	23,86%	19,13%	27,77%
Estatística-F	7,01*	7,26*	-
Estatística-Chi <sup>2</sup>	-	-	2077,68*
nº Obs.	500	500	500

Notas: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%) e (iii) para ano e setor, "sim" significa que pelo menos uma foi significativa e "não" o contrário.

votos (MCV) sobre a amostra de trabalho (AT) vão ao encontro dos esperados e confirmam a hipótese (Ha), sinalizando que a informatividade dos lucros contábeis é negativamente influenciada pelo nível de concentração dos votos do maior acionista controlador (MAC).

#### MODELO DIVERGÊNCIA ENTRE DIREITOS (MDD)

Com a finalidade de mensurar o impacto específico da divergência entre os direitos de voto e de fluxo de caixa sobre a informatividade dos lucros contábeis, esse modelo será aplicado sobre a amostra estrutura múltipla (EM), formada apenas pelas empresas que possuem o seu capital constituído por ações ordinárias e preferenciais. Assim, o modelo será aplicado somente em ações de empresas nas quais pode ocorrer a divergência entre direitos (voto *versus* fluxo de caixa).

Entre os valores calculados pela abordagem efeitos fixos (EF), conforme a Tabela 4, o valor estimado para a variável LLA.IDD foi positivo (3,8182) e estatisticamente significativo (10%). Diferentemente do esperado, o valor encontrado indica uma relação positiva entre a divergência entre direitos e a informatividade dos lucros contábeis. Esse resultado não confirma a hipótese (Hb) de que a informatividade dos lucros contábeis diminui sob a influência da divergência entre os direitos (voto *versus* fluxo de caixa).

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

Considerando-se as estimativas pelos efeitos fixos (EF) geradas pela aplicação do modelo divergência entre direitos (MDD) sobre a amostra estrutura múltipla (EM), os resultados encontrados confirmaram parcialmente a hipótese (Hb) de que a divergência entre direitos influencia negativamente a informatividade dos lucros contábeis. Diferentemente do esperado, estes resultados sugerem que essa relação é negativa apenas quando o maior acionista controlador possui excesso de votos, ou seja, possui mais de 50% dos votos. Esses resultados encontrados sugerem que a divergência passa a influenciar negativamente a informatividade dos lucros contábeis na medida em que o controlador passa a ter excesso de votos, ou seja, uma quantidade de votos além da necessária (>50%) para controlar a empresa.

#### MODELO COMBINADO (MCB)

Esse modelo será aplicado sobre a amostra de trabalho (AT) e possui a finalidade de mensurar o impacto conjunto da

**Tabela 4 – Resultados do modelo divergência entre direitos sobre a amostra estrutura múltipla.****Table 4 – Results of divergence model between rights on the multiple structure sample.**

	Variável dependente (Retorno anormal)		
	(Pooled)	(EF)	(EA)
Const	0.0724 (0.1217)	-0.0276 (0.0600)	-0.0143 (0.1504)
LLA	1.2860** (0.6781)	0.5508 (1.2830)	1.2188 (0.7743)
LLA.IDD	1.4265 (1.2470)	3.8182*** (2.0269)	1.8740 (2.6138)
LLA.IDD.EV	-2.4656* (0.7903)	-2.8444* (0.8133)	-2.6138* (0.8188)
Var. de Controle:			
LLA.MTB	0.4701* (0.1172)	0.5115* (0.1094)	0.4655* (0.1089)
LLA.NEG	-1.5543* (0.5314)	-2.5388* (0.6726)	-1.7086* (0.5620)
Dummy ANO	Sim	Sim	Sim
Dummy SETOR	Não	-	Não
R <sup>2</sup> ajust.	22,30%	18,96%	26,75%
Estatística-F	5,86*	7,58*	-
Estatística-Chi <sup>2</sup>	-	-	185,39*
Nº Obs.	441	441	441

Notas: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%) e (iii) para ano e setor, "sim" significa que pelo menos uma foi significativa e "não" o contrário.

concentração de votos e da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis.

Conforme os dados listados na Tabela 5, observa-se que, sob os resultados gerados para o modelo combinado (MCB) a partir da abordagem dos efeitos fixos (EF), foi estimado para a variável LLA.CV.IDD um valor negativo (-8,1741) e significativo (5%). Este resultado demonstra o efeito negativo da influência conjunta da concentração de votos e da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis. Neste sentido, quanto maior a concentração de votos (CV) e a divergência entre direitos (IDD), menor será a informatividade dos lucros contábeis.

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

Por economia de espaço, os resultados relativos às variáveis de controle foram omitidos. Os resultados encontrados neste modelo foram similares aos encontrados nos outros modelos estimados, MCV e MDD.

## CONCLUSÕES

O objetivo deste estudo foi verificar a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis das empresas não-financeiras negociadas no mercado acionário brasileiro. Em relação à estrutura de propriedade, esta pesquisa analisou especificamente duas de suas características: a concentração dos votos e a divergência entre os direitos de voto e de fluxo de caixa. De acordo com as evidências empíricas encontradas, podem-se apresentar os resultados relativos às hipóteses de trabalho levantadas (Quadro 3).

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

- (i) Foi observado que, para as empresas da amostra de trabalho, a concentração dos votos influencia

Tabela 5 – Resultados do modelo combinado sobre a amostra de trabalho.

Table 5 – Results of the combined model on the work sample.

	Variável dependente (Retorno anormal)		
	(Pooled)	(EF)	(EA)
Const	0.0861 (0.1177)	-0.0155 (0.0650)	0.0478 (0.1336)
LLA	1.3223* (0.5034)	1.5273** (0.7548)	1.3345** (0.5431)
LLA.CV	0.0208 (0.0138)	0.0193 (0.0201)	0.0216 (0.0145)
LLA.IDD	4.5423** (1.8734)	4.8774** (2.3465)	4.7942** (1.9462)
LLA.CV.IDD	-8.2177* (2.9077)	-8.1741** (3.5971)	-8.4895* (2.9989)
R <sup>2</sup> ajust.	25,02%	20,30%	29,17%
Estatística-F	6,95*	6,60*	-
Estatística-Chi <sup>2</sup>	-	-	379,46*
n° Obs.	500	500	500

Notas: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%) e (iii) para ano e setor, "sim" significa que pelo menos uma foi significativa e "não" o contrário.

Quadro 3 – Resultado encontrado para cada hipótese de trabalho.

Chart 3 – Results found for each working hypothesis.

#	Hipóteses	Resultados
Ha	A informatividade dos lucros contábeis divulgados é negativamente relacionada com a concentração de votos.	Confirmada
Hb	A informatividade dos lucros contábeis é negativamente relacionada com a divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa).	Confirmada Parcialmente

negativamente a informatividade dos lucros contábeis. Assim, os resultados encontrados indicam que, no mercado brasileiro, quanto maior a concentração de votos, menor a informatividade dos lucros contábeis.

- (ii) As evidências encontradas sugerem a ocorrência do efeito entrenchamento nas empresas negociadas na Bovespa. Os resultados indicam que o aumento da concentração de votos altera a percepção dos investidores em relação ao lucro contábil divulgado. Parece que o aumento da concentração dos votos em poder do maior acionista controlador leva à redução da credibilidade das informações divulgadas, provocando a redução da informatividade dos lucros contábeis.
- (iii) Os resultados estimados indicam que a divergência entre direitos influencia positivamente a infor-

matividade dos lucros contábeis. No sentido oposto aos resultados encontrados sobre a concentração de votos, o aumento da divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa) na participação do maior acionista controlador proporciona o aumento da informatividade dos lucros contábeis divulgados.

- (iv) Em vez de uma influência negativa, os resultados indicam que, no mercado brasileiro, a divergência entre direitos na participação do maior acionista controlador influencia positivamente a informatividade dos lucros contábeis. Os resultados encontrados não sustentam a ocorrência do efeito alinhamento nas empresas negociadas na Bovespa com base na divergência entre direitos (voto versus fluxo de caixa).
- (v) Quando o excesso de votos é considerado, a influência da divergência entre direitos (voto versus fluxo de

caixa) sobre a informatividade dos lucros contábeis se torna negativa. De acordo com os valores estimados sobre as empresas com estrutura múltipla (com ações ordinárias e preferenciais), a influência da divergência entre direitos passa a ser negativa quando o maior acionista controlador possui excesso de votos, ou seja, quando a concentração de votos é superior a 50%.

- (vi) Considerando-se que a concentração de votos e a divergência entre direitos (voto *versus* fluxo de caixa) estão correlacionadas e que ocorrem simultaneamente na maioria das empresas brasileiras, verificou-se, sobre a amostra de trabalho, que o efeito conjunto destas duas variáveis exerce uma influência negativa sobre a informatividade dos lucros contábeis. Este resultado indica que a redução da informatividade dos lucros contábeis divulgados é mais intensa quando há a ocorrência, concomitantemente, do aumento da concentração de votos e do aumento da divergência entre direitos.
- (vii) Entre as variáveis de controle adotadas, confirmou-se no mercado brasileiro a influência das variáveis *market-to-book* (MTB) e perdas (NEG) sobre a informatividade dos lucros contábeis.
- (viii) A presença simultânea da concentração de votos e da divergência entre direitos nas estruturas de propriedade da maioria das empresas negociadas na Bovespa reflete o ambiente de governança corporativa existente no mercado acionário brasileiro. Desta maneira, os resultados encontrados nesta pesquisa confirmam indiretamente a influência do ambiente de governança corporativa do mercado brasileiro sobre a informatividade dos lucros contábeis.

As evidências encontradas e discutidas nesta pesquisa devem ser consideradas respeitando os critérios de seleção da amostra de trabalho utilizada. Por considerar somente as ações que apresentaram presença igual ou superior a 98% dos dias de negociação de cada ano, a amostra foi selecionada de forma não probabilística. Outra limitação a ser considerada é a amplitude do período de anos contemplados na amostra, que compreende o intervalo de 2000 a 2006. Apesar de não contemplar informações de períodos recentes, em termos metodológicos a amostra possui uma vantagem. A partir da vigência da Lei 11.638, em novembro de 2007, foram introduzidos na prática contábil brasileira novos critérios de reconhecimento, mensuração e divulgação para a elaboração das demonstrações contábeis. Desta maneira, os dados contábeis utilizados na amostra foram elaborados sob os mesmos critérios.

Em toda a sua amplitude, o estudo procurou levantar evidências com o propósito de responder às hipóteses de pesquisa. Com a intenção de incentivar estudos sobre o tema, seguem algumas ideias para novas pesquisas: primeiro, estender a análise da relação entre a informatividade e as

variáveis da estrutura de propriedade, considerando-se o acordo de acionistas, no qual seriam apuradas as participações de todos os acionistas controladores e não apenas do maior acionista controlador; e segundo, analisar a influência da estrutura de propriedade considerando-se a identidade dos controladores.

Assim, espera-se que as evidências encontradas neste trabalho contribuam para aumentar o conhecimento do papel e da importância das informações divulgadas pela contabilidade para o mercado acionário brasileiro e que se tenha atingido sua finalidade de contribuir para a literatura de pesquisa de contabilidade no Brasil.

## REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. 2007. *Dividendos: teoria e prática*. Ribeirão Preto, Inside Books, 130 p.
- BALL, R.; KOTHARI, S.P.; ROBIN, A. 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1):1-51. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)
- CARVALHAL-DA-SILVA, A.L. 2004. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da USP – RAUSP*, 39(4):348-361.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.P.H.; LANG, L.H.P. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6):2741-2771. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- EASTON, P.D.; HARRIS, T. 1991. Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1):19-36. <http://dx.doi.org/10.2307/2491026>
- FAN, J.; WONG, T.J. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33:401-425. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00047-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00047-2)
- FRANCIS, J.; SCHIPPER, K.; VINCENT, L. 2005. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics*, 39:329-360. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.001>
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58:3-27. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- LEAL, R.P.C.; CARVALHAL, A.L.; VALADARES, S.M. 2002. Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. *Revista Administração Contemporânea – RAC*, 6(1):7-18.
- LIMA, J.B.N. de; TERRA, P.R.S. 2004. A reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 28, 2004, Curitiba. *Anais...* Curitiba, (CD-ROM).
- LOPES, A.B. 2001. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa*. São Paulo, SP. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 308 p.
- MARTINEZ, A.L. 2002. *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das empresas abertas brasileiras*. São Paulo, SP. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 167 p.



- OKIMURA, R.T.; SILVEIRA, A. Di M.; ROCHA, K.C. 2007. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista Administração Contemporânea – RAC-Eletrônica*, 1(1):119-135.
- SILVEIRA, A. Di M. da; LANZANA, A.P.; BARROS, L.; FAMÁ, R. 2004. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da USP – RAUSP*, 39(4):362-372.
- WANG, D. 2006. Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44:619-656.  
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00213.x>
- WATTS, R.L.; ZIMMERMAN, J.L. 1986. *Positive accounting theory*. New Jersey, Princete-Hall, 400 p.

Submetido em: 13/11/2009

Aceito em: 28/09/2010

**ALFREDO SARLO NETO**

Universidade Federal do Espírito Santo  
Av. Fernando Ferrari, 514, Goiabeiras  
29075-910, Vitória, ES, Brasil

**ALEXSANDRO BROEDEL LOPES**

Universidade de São Paulo  
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908  
FEA-3, Cidade Universitária  
05508-010, São Paulo, SP, Brasil

**FLÁVIA ZÓBOLI DALMÁCIO**

Universidade de São Paulo  
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908  
FEA-3, Cidade Universitária  
05508-010, São Paulo, SP, Brasil