

GOVERNANÇA CORPORATIVA E ACURÁCIA DAS PREVISÕES INDIVIDUAIS DOS ANALISTAS: UMA ANÁLISE NO MERCADO BRASILEIRO

FLÁVIA ZÓBOLI DALMÁCIO

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM CONTABILIDADE,
ECONOMIA E FINANÇAS

ALEXSANDRO BROEDEL LOPES

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

AMAURY JOSÉ REZENDE

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

RESUMO

O objetivo deste artigo é investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Buscou-se essa relação em virtude da ausência de uma teoria bem desenvolvida a respeito da natureza complexa e multidimensional da governança corporativa. A acurácia das previsões individuais dos analistas foi mensurada a partir de metodologias propostas na literatura. Como *proxy* para adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa foram utilizados os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. A amostra foi composta por 105 empresas (financeiras e não-financeiras) com ações negociadas na Bovespa e que possuíam cobertura regular dos analistas de mercado, durante o período de 2000 a 2008. De acordo com os resultados, há evidências de que a governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento. Desse modo, pode-se considerar que a governança corporativa representa um sinal positivo emitido pelas empresas ao mercado de capitais, capaz de influenciar a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro, e que esses sinais representam parâmetros na mudança da probabilidade condicional que definem as crenças, tanto dos analistas na elaboração de suas previsões, quanto dos investidores na escolha de seus investimentos.

1 INTRODUÇÃO

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

Mas, como verificar se as informações divulgadas são fidedignas, confiáveis, relevantes¹ e atendem aos interesses dos analistas e investidores? A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pode ser parte da resposta para a questão, pois possibilita a oportunidade, qualidade e credibilidade das informações divulgadas. De acordo com Dechow e Schrand (2004), a governança afeta positivamente a qualidade dos números contábeis reportados e lucros de boa qualidade são persistentes e previsíveis.

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

Neste caso, dado o contexto de eficácia da governança, ela pode ser considerada como sinal e instrumento útil para seus usuários, em especial, para os analistas de investimento e investidores? Esse efeito sinalizador foi investigado, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização. De acordo com Spence (1973), os sinais funcionam como mecanismos de discriminação, num contexto de informação assimétrica, capazes de alterar as crenças e transmitir informações a outros indivíduos. Sob essa perspectiva, buscou-se responder a seguinte questão de pesquisa: **Qual a relação entre a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pelas empresas listadas na Bovespa?**

Portanto, o objetivo desse artigo é investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia² das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Dessa forma, pretende-se verificar quão eficaz é a previsão dos analistas de investimento do mercado brasileiro, considerando-se a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa como sinal de credibilidade e qualidade informacional.

Entende-se que este trabalho contribui para a literatura, a respeito de governança corporativa e previsão de analistas, mas, também, para o mercado de capitais brasileiro (analistas, investidores, auditores, bancos, instituições de investimento, agências de *rating*,

¹ De acordo com Dechow e Schrand (2004, p. 8), um número confiável é verificável e razoavelmente livre de erro ou viés, que implica em pouca estimação ou julgamento. Um número relevante é oportuno e possui valor preditivo para avaliação.

² A definição constitutiva do termo acurácia, segundo Ferreira (2004), é “[Do ingl. *accuracy* (< lat. *accuratus* [v. *acurado*]); a f. vernácula seria **acurção* (< lat. *accuratio, onis*).] Substantivo feminino. 1. Mat. Exatidão de uma operação ou de uma tabela. 2. Fís. Propriedade de uma medida de uma grandeza física que foi obtida por instrumentos e processos isentos de erros sistemáticos”. Nesse artigo, portanto, acurácia representa a proximidade dos resultados, oriundos das previsões dos analistas, em relação aos valores reais obtidos pelas empresas, ou seja, a acurácia relaciona-se com a exatidão do resultado previsto pelos analistas.

fundos de pensão, órgãos reguladores, associações, bolsas de valores, próprias empresas, gestores, dentre outros), ao demonstrar os benefícios diretos e indiretos da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa por parte das empresas brasileiras.

2 PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 Teoria da Sinalização, Governança Corporativa e Analistas de Mercado

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

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

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

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

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

Lopes (2008, p. 17) afirma que as empresas optarão por adotar arranjos de governança superiores quando os benefícios (acesso a fontes externas de capital para financiar

oportunidades de crescimento) são maiores que os custos. No caso deste artigo, sinalização, portanto, é toda ação praticada por uma parte informada (empresa) para revelar à parte desinformada (analistas e investidores) informações particulares.

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

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

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

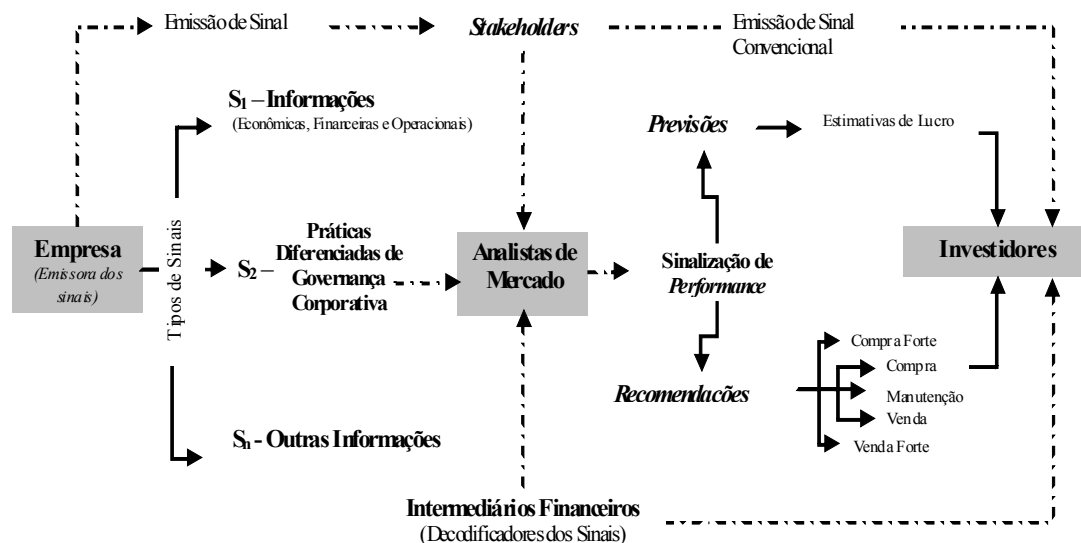


Ilustração 1 – Sinalização no mercado de capitais

Diante do fato que os investidores não têm muita certeza da capacidade de geração de retornos dos investimentos (realizados ou a realizar), pois nem todas as informações estão disponíveis, antes da sua aplicação, os investidores tendem a recorrer às previsões e recomendações dos analistas de investimento do mercado, como forma de diminuir a assimetria informacional existente. Entretanto, é necessário um tempo para que ocorra o aprendizado³ e para que novos investimentos possam ser realizados.

³ Spence (1973, p. 358) afirma, na abordagem teórica, que a mudança das distribuições ocorre quando novos dados do mercado são recebidos e as probabilidades condicionais são revisadas ou atualizadas. Contratar no mercado deve ser considerado como amostra e revisar as probabilidades condicionais como uma passagem do prévio para o posterior. Todo o processo deve ser auto-aprendido.

Algum tempo depois de realizar um investimento, o investidor irá perceber a qualidade das previsões e recomendações dos analistas, bem como a capacidade produtiva da empresa, em relação aos retornos esperados. Com base em experiências anteriores, os analistas terão condições de avaliar a capacidade informacional da empresa, dada as várias combinações de sinais e índices emitidos ao mercado. A qualquer tempo, quando confrontado com outras possibilidades de investimentos (outras empresas), com certos atributos observáveis, a avaliação subjetiva do investidor, em relação à situação de incerteza (loteria⁴), com a qual ele foi confrontado, é definida pelas distribuições de probabilidade condicional sobre a produtividade obtida, fornecendo novos dados, no processo de escolha de investimentos.

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

2.2 Pesquisas Anteriores

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

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

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

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

2.3 Hipótese

Com base nas premissas da Teoria da Sinalização e na questão formulada, apresenta-se a seguinte hipótese, relacionada à adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões individuais dos analistas de mercado das empresas listadas na Bovespa:

⁴ Teoria da Decisão.

Ha: A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é positivamente relacionada com a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

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

3 METODOLOGIA

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

3.1 Amostra e Definição das Variáveis

A amostra de trabalho consiste num conjunto de dados em painel não balanceado e foi composta por 105 empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo e que possuíam cobertura regular dos analistas de mercado. Foram consideradas tanto as instituições financeiras quanto as não-financeiras, a partir do universo das empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa, no período de 2000 a 2008, totalizando 2.352 observações⁵.

3.1.1 Variável Dependente

Acurácia da Previsão Individual dos Analistas (APIA): medida derivada da metodologia utilizada por Clement (1999) e Martinez (2004). Primeiro, de acordo com Clement (1999) e Martinez (2004), calculou-se o $DMEPA_{i,j,t}$, que representa a diferença entre a média dos erros de previsão absolutos para o analista i nas previsões da empresa j no ano t ($MEPA_{i,j,t}$) e a média dos erros de previsão para a empresa j no ano t ($\overline{MEPA}_{j,t}$).

$$DMEPA_{i,j,t} = MEPA_{i,j,t} - \overline{MEPA}_{j,t}$$

Em seguida, de acordo com Clement (1999) e Martinez (2004), calculou-se a acurácia da previsão dos analistas ($PMEPA_{i,j,t}$), dividindo-se o $DMEPA_{i,j,t}$ pelo $\overline{MEPA}_{j,t}$.

$$PMEPA_{i,j,t} = \frac{DMEPA_{i,j,t}}{\overline{MEPA}_{j,t}}$$

No entanto, conforme os cálculos apresentados, o valor de $PMEPA$ poderia ser positivo ou negativo. Com o intuito de facilitar a interpretação dos coeficientes das regressões, multiplicou-se o valor absoluto de $PMEPA$ por (-1), obtendo-se a variável APIA. Dessa forma, quanto mais próximo de zero for o valor dessa variável, menor a divergência entre a média dos erros de previsão do analista i para a empresa j no período t e a média dos erros de previsão do consenso para a empresa j no período t , ou seja, quanto maior APIA, maior acurácia. Conforme apresentado, a seguir.

⁵ Em cada observação, considera-se a previsão do analista i para a empresa j no ano t . Vale ressaltar que o número de analistas que acompanharam a empresa em cada ano é variável. Essas observações referem-se as previsões dos analistas de investimento (lucro por ação previsto), disponíveis e coletadas no banco de dados do Sistema Thomson ONE Analytics®, para cada uma das empresas da amostra, num determinado período.

$$APIA_{i,j,t} = (-1) \left| PMEPA_{i,j,t} \right|$$

3.1.2 Variáveis Independentes

Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM): compreende um conjunto de 3 variáveis binárias (*dummies*), que representam os três níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, respectivamente). As variáveis assumem valor igual a 1 (um) quando a empresa participa de algum nível diferenciado da Bovespa e 0 (zero) quando não participa.

3.1.3 Variáveis de Controle da Acurácia da Previsão Individual dos Analistas

As variáveis de controle foram adicionadas aos modelos com o intuito de isolar o seu efeito sobre a variável dependente. Com base na revisão da literatura nacional e internacional, a respeito dos determinantes da acurácia da previsão individual dos analistas de mercado, apresentam-se as variáveis de controle utilizadas no modelo.

1. Idade da Previsão (IDADE): número de dias entre a data da previsão e a data do anúncio do resultado real. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior a idade da previsão, menor a acurácia (CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004; BYARD *et al*, 2006).
2. Experiência Específica do Analista (EXPANAL): representa a experiência específica do analista j na empresa i. Medida pelo número de anos (na amostra) que o analista j acompanha a empresa i. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior a experiência específica do analista, maior a acurácia da previsão (MARTINEZ, 2004; BOFF *et al*, 2006).
3. Tamanho da Corretora (TAMCOR): representado pelo número de previsões lançadas em um determinado período t pela corretora j. De acordo com a literatura, há evidências de que quanto maior a corretora, maior a acurácia da previsão (MARTINEZ, 2004; BOFF *et al*, 2006).
4. Ano (DANO): variável *dummy* para capturar as particularidades de cada ano. Representada por um conjunto de variáveis binárias (*dummies*), que assumem valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos. De acordo com a literatura (MARTINEZ, 2004; BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006), as particularidades de cada ano influenciam na acurácia.
5. Setor de Atividade (DSETOR): Representado por um conjunto de variáveis binárias (*dummies*), que assumem valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores. De acordo com a literatura (SILVA, 1998; MARTINEZ, 2004, BHAT *et al*, 2006; BYARD *et al*, 2006).

3.2 Bases de Dados

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

Quadro 1 – Fontes dos dados utilizados na pesquisa

Dados	Fontes
Previsões individuais dos analistas de empresas brasileiras de capital aberto	Banco de dados do sistema <i>Thomson ONE Analytics</i> ®
Econômico-Financeiros e de Mercado das empresas brasileiras de capital aberto	Banco de dados do sistema <i>Economática</i> ®.
Práticas diferenciadas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto	Site da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa (www.bovespa.com.br)

3.3 Modelo Utilizado

A fim de se atingir o objetivo de investigar a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões individuais dos analistas de mercado, foi utilizada a abordagem *pooled* para o modelo de regressão com uso de dados em painel. O modelo apresentado nessa seção é baseado numa relação linear entre as variáveis. O relacionamento entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e a acurácia das previsões individuais dos analistas de mercado pode ser expresso por:

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

Em que: $ACURACIA_{j,i,t}$ = acurácia da previsão individual do analista j para a empresa i no período t. Essa variável será representada por APIA (de acordo com a literatura nacional e internacional); $PGOV_{i,t}$ = variável independente que representa a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pela empresa i no período t. Essa variável será representada pelo conjunto de *dummies* (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM); $VC_{i,t}^j$ = variáveis de controle j, de um total de k variáveis, para a empresa i no período t; $e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa i no período t.

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

Considerando que o modelo pode apresentar heterocedasticidade, ele foi estimado utilizando-se o método de regressão robusta⁶, por meio da inserção da matriz de White, “que procura detectar e corrigir situações de heterocedasticidade dos termos de perturbação (FÁVERO *et al*, 2009, p. 393). Para definição do modelo de dados em painel mais apropriado para ser utilizado, foram aplicados os testes de Breusch-Pagan, de Hausman e de Chow, de acordo com as especificações de cada teste. De acordo com os testes, a abordagem *pooled* foi a mais apropriada.

O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e configurado de acordo com a abordagem *pooled* (POLS). No modelo *pooled*, o intercepto e o coeficiente angular das variáveis independentes são os mesmos para todas as observações ao longo do tempo, ou seja, a natureza de cada unidade do corte transversal (cross-section) não é levada em consideração. A abordagem *pooled* não considera os fatores não observáveis que podem influenciar a relação entre a adoção de práticas diferenciadas de governança e a acurácia das previsões individuais dos analistas.

3.3.1 Modelo APIA

No modelo APIA, a acurácia da previsão individual dos analistas é mensurada de acordo com a literatura nacional e internacional (CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004) e

⁶ A fim de corrigir problemas de presença de heterocedasticidade, Wooldridge (2006) sugere o uso de uma estatística t robusta.

representada pela variável APIA e a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa é representada pelo conjunto de *dummies* (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM). Este modelo pode ser representado pela seguinte equação:

$$APIA_{j,i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DBOV_N1_{i,t} + \alpha_2 DBOV_N2_{i,t} + \alpha_3 DBOV_NM_{i,t} + \sum_{j=1}^3 \varpi_j VC_{i,t}^j + \sum_{a=2}^9 \delta_a da_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \gamma_s ds_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que: $APIA_{i,t}$ = acurácia da previsão individual do analista j para a empresa i no período t; $DBOV_N1_{i,t}$ = variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do nível 1 da Bovespa e 0 (zero) quando não participa; $DBOV_N2_{i,t}$ = variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do nível 2 da Bovespa e 0 (zero) quando não participa; $DBOV_NM_{i,t}$ = variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) quando a empresa i no período t participa do novo mercado da Bovespa e 0 (zero) quando não participa; $VC_{i,t}^j$ = variáveis de controle j, de um total de k variáveis, para a empresa i no período t; $da_{i,t}$ = DANO, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos; $ds_{i,t}$ = DSETOR, variável *dummy* que assume valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de determinado setor e 0 (zero) para as empresas de outros setores; $e_{i,t}$ = erro aleatório para a empresa i no período t.

3.4 Resultados Esperados

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

É possível esperar que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa tenha uma influência positiva na acurácia da previsão individual dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Espera-se que os coeficientes α_1 , α_2 e α_3 das variáveis DBOV_N1, DBOV_N2 e DBOV_NM, no modelo APIA, sejam positivos e estatisticamente significantes.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva e Correlação entre as Variáveis

De acordo com os procedimentos descritos na metodologia e a partir dos dados coletados de suas respectivas fontes, na Tabela 1, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo de acurácia das previsões individuais dos analistas de mercado.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
APIA	-0,61	0,54	-5,58	0,00
DBOV_N1	-	-	0,00	1,00
DBOV_N2	-	-	0,00	1,00
DBOV_NM	-	-	0,00	1,00

IDADE	89,64	70,12	0,00	440,00
EXPANAL	3,67	1,81	1,00	9,00
TAMCOR	45,69	26,57	1,00	103,00

Pelos dados apresentados na Tabela 1, observa-se, por meio da medida de acurácia (APIA), um distanciamento entre os valores previstos individualmente pelos analistas e os valores realizados pelas empresas. Em relação ao nível de governança corporativa, observa-se que ainda existem empresas, no Brasil, que não pertencem a um dos segmentos diferenciados de governança da Bovespa (DBOV_N1, DBOV_N2, DBOV_NM), confirmando que o mercado brasileiro é caracterizado por um ambiente de fraca proteção ao investidor, principalmente, em virtude da concentração acionária e carência de proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

O grau de associação entre as variáveis dos modelos de acurácia individual pode ser observado, na Tabela 2, por meio dos coeficientes de correlação de Pearson. Esses valores representam uma referência preliminar das relações existentes entre as variáveis utilizadas na pesquisa da influência da adoção de práticas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões individuais dos analistas.

Entre os valores apresentados, na Tabela 2, destacam-se as correlações positivas e significantes das variáveis DBOV_N2, DBOV_NM com a variável APIA. A variável DBOV_N1 possui correlação negativa e não significativa com a variável APIA. Observa-se a correlação negativa e significativa da variável IDADE com a variável APIA, evidenciando que quanto menor o número de dias entre a previsão do analista e a data do anúncio do resultado da empresa, maior a acurácia. A correlação da variável tamanho da corretora (TAMCOR) com a acurácia das previsões individuais dos analistas (APIA) foi positiva e significativa, sugerindo que analistas que trabalham em corretoras maiores são mais acurados. Essas relações também foram encontradas por Martinez (2004).

Tabela 2 – Correlação entre as variáveis

	APIA	DBOV_N1	DBOV_N2	DBOV_NM	IDADE	EXPANAL	TAMCOR
APIA	1,0000						
DBOV_N1	-0,0023	1,0000					
DBOV_N2	0,0597*	-0,1996*	1,0000				
DBOV_NM	0,0412**	-0,4215*	-0,1593*	1,0000			
IDADE	-0,0539*	-0,0247	0,0606*	0,0087	1,0000		
EXPANAL	-0,0438**	0,1212*	-0,1101*	-0,1683*	-0,1264*	1,0000	
TAMCOR	0,0756*	-0,0084	0,0972*	0,1829*	0,0630*	0,0283	1,0000

Nota: O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *(1%), **(5%) e ***(10%).

No entanto, os analistas parecem não aprimorar suas previsões com experiência específica numa determinada empresa, visto que a variável EXPANAL apresentou correlação negativa e significativa com a variável APIA. À medida que aumentam os anos de experiência numa determinada empresa, as previsões vão ficando menos acuradas. É possível que, com o passar dos anos e com o aumento da experiência geral do analista, o número de empresas, por ele, acompanhadas também aumente, implicando na redução de um acompanhamento detalhado de cada empresa do portfólio analisado.

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

Neste artigo, procurou-se uma relação entre a adoção dessas práticas e a acurácia das previsões individuais dos analistas. Além da experiência, das capacidades e habilidades individuais dos analistas e de outros fatores peculiares à capacidade de previsão, buscou-se

verificar se esses analistas consideram, individualmente, os aspectos da governança corporativa em seus modelos de previsão de lucros.

4.2.1 Modelo APIA

O modelo APIA objetivou verificar a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia da previsão individual dos analistas, representada pela variável APIA e mensurada de acordo com a literatura nacional e internacional (CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004). No modelo APIA, a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa foi representada pelo conjunto de variáveis *dummies* (DBOV_N1; DBOV_N2; DBOV_NM).

De acordo com os resultados, apresentados na Tabela 3, os coeficientes das variáveis DBOV_N1, DBOV_N2 e DBOV_NM apresentaram valores positivos (0,0900, 0,1686 e 0,0781, respectivamente) e estatisticamente significantes (1%, 1% e 10%, respectivamente), no modelo APIA pela abordagem *pooled*.

Desse modo, há evidências de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Tabela 3 – Resultados do modelo APIA

Variável Dependente: APIA		
Variável Independente: DBOV_N1, DBOV_N2, DBOV_NM		
	<i>Pooled</i>	Erro Padrão
CONS	-0,8657*	(0,1892)
DBOV_N1	0,0900*	(0,0318)
DBOV_N2	0,1686*	(0,0529)
DBOV_NM	0,0781***	(0,0403)
Variáveis Controle		
IDADE	-0,0006*	(0,0002)
EXPANAL	-0,0132***	(0,0073)
TAMCOR	0,0011**	(0,0006)
<i>Dummy</i> ANO	Sim	Sim
<i>Dummy</i> SETOR	Sim	Sim
n. Obs.	2.352	2.352
Estatística-F	3,53*	3,53*
Estatística-Chi ²		
R ² ajust.	4,08%	4,08%

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

O resultado da estatística F, pela abordagem *pooled*, apresentou valor (3,53) significativo (1%), rejeitando-se a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. De modo que, ao analisar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro, observa-se que:

- A variável IDADE apresentou valor negativo e significativo (1%), indicando que quanto menor a idade da previsão (dias de antecedência da previsão em relação à divulgação do resultado real), maior a acurácia das previsões individuais. Essas evidências estão em conformidade com os resultados obtidos por Clement (1999); Martinez (2004);
- A variável EXPANAL apresentou valor negativo e significativo (10%), indicando que quanto maior a experiência do analista numa empresa específica, menor a

acurácia. Essas evidências são contrárias àquelas encontradas por Martinez (2004); Boff *et al* (2006). É possível que, com o passar dos anos e com o aumento da experiência geral do analista, o número de empresas, por ele, acompanhadas também aumente, implicando na redução de um acompanhamento detalhado de cada empresa do portfólio analisado;

- A variável TAMCOR apresentou valor positivo e significativo (5%), indicando que quanto maior o tamanho da corretora, maior a acurácia das previsões individuais dos analistas, conforme as evidências encontradas por Martinez (2004); Boff *et al* (2006).

Pelos resultados apresentados, confirmou-se a hipótese de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Verificou-se que, para as empresas pertencentes a cada um dos segmentos diferenciados da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), as previsões dos analistas são mais acuradas.

4.3 Resultados esperados versus resultados encontrados

No Quadro 2, apresenta-se uma síntese dos resultados encontrados em comparação com os resultados esperados, de acordo com o modelo utilizado.

Quadro 2 – Resultados esperados versus resultados encontrados

Modelo	Variável	Coefficiente Esperado	Abordagem Dados em Painel	Coefficiente Encontrado	Hipótese
APIA	DBOV_N1	(+)	<i>Pooled</i>	(+)	Confirmada
	DBOV_N2	(+)		(+)	
	DBOV_NM	(+)		(+)	

Nota: Para (+), coeficiente com sinal positivo e significativo; para (-), coeficiente com sinal negativo e significativo.

Pelos resultados apresentados, no Quadro 2, verifica-se que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa tem uma influência positiva sobre a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

Por meio da utilização do modelo APIA, obteve-se influência positiva da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia dessas previsões. Observa-se que, nesse modelo, todos os segmentos diferenciados da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) apresentaram coeficientes positivos e estatisticamente significantes. Essas evidências reforçam a importância das exigências da Bovespa para assegurar a exatidão dos resultados previstos pelos analistas individualmente. Portanto, a partir dos resultados obtidos, há evidências de que a acurácia da previsão individual dos analistas é influenciada pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa das empresas.

Pelos resultados apresentados no Quadro 2, há evidências de que, individualmente, os analistas assimilam o sinal (práticas diferenciadas de governança corporativa), emitido pelas empresas brasileiras, de forma positiva, levando a uma previsão de lucros mais acurada.

Confirmou-se que os sinais emitidos pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa podem representar parâmetros na mudança da probabilidade condicional que definem as crenças, tanto dos analistas na elaboração de suas previsões e recomendações, quanto dos investidores na escolha de seus investimentos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões individuais de analistas de investimento do mercado brasileiro. Buscou-se essa relação, pois, de acordo com Bhat *et al* (2006), o estudo dos impactos da adoção de mecanismos e práticas de governança corporativa sobre as previsões dos analistas de mercado é um campo ainda inexplorado. Além disso, segundo Larcker *et al* (2007, p. 2), não há uma teoria consolidada a respeito da natureza complexa e multidimensional da governança corporativa ou uma base conceitual para selecionar as características relevantes de governança para incluir em um estudo empírico. Portanto, em virtude dessa necessidade de fundamentação teórica para a governança corporativa, foram utilizados os pressupostos da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973).

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

No que se refere à acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento, por meio da utilização do modelo APIA, obteve-se uma influência positiva da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia dessas previsões. Nesse modelo, todos os segmentos diferenciados da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) apresentaram coeficientes positivos e estatisticamente significantes. Esses resultados fornecem evidências de que quanto maior a exigência da Bovespa para adesão em um de seus segmentos diferenciados, maior o impacto dessas exigências na acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro.

De acordo com a abordagem da Teoria da Sinalização de Spence (1973), caso não houvesse nenhuma correlação entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa (considerada como um sinal positivo) e a acurácia da previsão dos analistas de investimento, então, poderia remeter-se à idéia de que a governança nunca poderia ser considerada um sinal eficaz, no sentido de se converter em informações úteis para o mercado, em especial, para analistas de investimento e investidores. Pois, não existiriam diferenças entre as empresas que investem em governança e as que não investem.

Entretanto, a partir dos resultados obtidos, percebe-se que há evidências, no Brasil, de que a acurácia da previsão individual dos analistas é influenciada positivamente pelas práticas diferenciadas de governança corporativa adotadas pelas empresas e que os analistas de investimento, individualmente, podem estar assimilando o sinal (práticas diferenciadas de governança corporativa), emitido pelas empresas brasileiras, levando a uma previsão de lucros mais acurada. As evidências encontradas reafirmam a utilidade da governança corporativa para os analistas de investimento do mercado brasileiro.

Assim, como nas pesquisas de Chiang e Chia (2005), Bhat *et al* (2006) e Byard *et al* (2006), encontrou-se uma relação entre a governança e a acurácia das previsões dos analistas. Verificou-se que a governança corporativa pode ser considerada uma fonte de informação, pois ela afeta positivamente a qualidade dos números contábeis reportados, que são relevantes e significantes na previsão de lucros futuros. Há evidências de que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa confere qualidade (confiabilidade e relevância) aos

lucros reportados e estes passam a ser bons indicadores da *performance* operacional futura e a refletir, ano após ano, o valor intrínseco da empresa (DECHOW e SCHRAND, 2004), favorecendo a acurácia das previsões feitas pelos analistas de investimento do mercado brasileiro, ou seja, favorecendo a exatidão dos resultados previstos.

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

Pelos resultados obtidos, há evidências de que os arranjos de governança corporativa, adotados pelas empresas, conferem maior eficácia às previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Dessa forma, sugere-se que a adoção de práticas diferenciadas de governança por empresas brasileiras seja valorizada por analistas e, conseqüentemente, por investidores, conforme sugere Farber (2005), a partir de evidências encontradas no mercado americano.

Por meio da utilização dos níveis diferenciados de governança da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), percebeu-se que quanto maior a exigência do segmento, maior o impacto na acurácia das previsões individuais dos analistas. Os analistas, individualmente, parecem levar em consideração os segmentos especiais da Bovespa, ao acompanhar as empresas e emitir suas previsões acerca dos resultados futuros das empresas presentes nestes segmentos.

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

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

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

REFERÊNCIAS

- ABARBANELL, Jeffrey S.; BUSHEE, Brian J. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. *Journal of Accounting Research*, v. 35, n. 1, p. 1-24, 1997.
- AKERLOF, George. The Market for 'lemons': qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, p. 488-500, 1970.

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

BAUER, Rob et al. Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance. *Working Paper*. EFMA 2004 Basel Meetings Paper. 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=444543>>. Acesso em: 31 jul. 2008.

BHAT, Gauri et al. Does Corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecast? *Accounting and Finance*, v. 46, p. 715-732, 2006.

BHOJRAJ, Sanjeev; SENGUPTA, Partha. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. *Journal of Business*, v. 76, p. 455-475, 2003.

BLACK Bernard et al. Does Corporate governance predict firm's market values? evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.

BLACK, Bernard. The Corporate governance behavior and market value of russian firms. *Emerging Markets Review*, v. 2, p. 89-108, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=263014>>. Acesso em: 25 jan. 2008.

BOFF, Luiz Henrique *et al* Um estudo da diversidade e padronização da utilização de informações por analistas de investimento na avaliação de empresas. In: Encontro da Anpad, 26, 2002. *Anais...* 26º Encontro da Anpad. Salvador, 2002. 1 CD-ROOM.

BROWN, Lawrence D.; CAYLOR, Marcus L. Corporate governance and firm performance. *Working Paper*. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=586423>>. Acesso em 31 jul. 2008.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Transparency, financial, accounting information and corporate governance. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, p. 65-87, 2003.

BYARD, Donal; LI, Ying; WEINTROP, Joseph. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. *Journal of Accounting and Economics*, n. 25, p. 609-625, 2006.

CHIANG, Hsiang-tsai; CHIA, Feng. Analyst's financial forecast accuracy and corporate transparency. *Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies*, Memphis, v. 10, n. 1, p. 9-14, 2005.

CLEMENT, M. Analyst forecast accuracy: do ability, resources, and portfolio complexity matter? *Journal of Accounting and Economics*, v. 27, p. 285-303, 1999.

DECHOW, Patricia M.; SCHRAND, Catherine M. *Earnings quality*. The Research Foundation of CFA Institute, 2004.

DURNEV, Artyom; KIM, Han. *To steal or not to steal*: firm attributes, legal environment, and valuation. In: Annual Conference on Financial Economics and Accounting (FEA), 14, AFA 2004. San Diego, Meetings, 2004.

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

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

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo dicionário Aurélio da língua portuguesa*. Versão 5.0. Corresponde à 3. ed., 1. impressão da Editora Positivo, revista e atualizada do Aurélio Século XXI, O Dicionário da Língua Portuguesa, contendo 435 mil verbetes, locuções e definições. 2004.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MILGRON, Paul; ROBERTS, John. *Economics, organization and management*. New Jersey: Prentice Hall, 1992.

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

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

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

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

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

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

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

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