http://dx.doi.org/10.5007/2175-8077.2017v19n48p108

Artigo recebido em: 12/10/2016
Aceito em: 23/07/2017

Efeitos Entrincheiramento e Alinhamento e Informatividade dos Lucros Contábeis: Estudo Comparativo

Entrenchment And Alignment Effects And Earnings Informativeness: A Comparative Study

Antonio Carlos Coelho
Professor Associado da Universidade Federal do Ceará (UFC). Fortaleza, Ceará, Brasil. *E-mail*: accoelho47@gmail.com

Allan Pinheiro Holanda
Doutorando em Administração e Controladoria - Universidade Federal do Ceará (UFC). Fortaleza, Ceará, Brasil.
E-mail: allanpholanda@yahoo.com.br

Emanuela Aragão de Moura
Graduanda em Ciências Contábeis - Universidade Federal do Ceará (UFC). Fortaleza, Ceará, Brasil.
E-mail: emanuela.aragao@hotmail.com

Resumo

O objetivo da pesquisa consiste em analisar se efeitos decorrentes de estrutura de propriedade concentrada predominam na forma de entrincheiramento ou alinhamento para a informatividade do lucro, condicionada à presença de padrão contábil baseado em princípios. Foi utilizada uma amostra de empresas listadas na BM&FBovespa, considerando o período de 2008 a 2014. Aplicaram-se modelos baseados em Easton e Harris (1991), associando informatividade com concentração de votos em posse do maior acionista e indicador de divergência entre direitos do maior acionista (fluxo de caixa e voto). Os dados foram coletados nos sistemas Economática® e SInC® e processados por regressões com estimação com dados em painel. Sob a hipótese de interferência dos efeitos estudados na informatividade dos lucros, evidenciou-se que há persistência do coeficiente lucro/retorno, indicando significante informatividade dos lucros e influência do efeito entrincheiramento na informatividade, não se rejeitando a hipótese. A informatividade apresentou-se mais efetiva na vigência do padrão contábil IFRS.

Palavras-chave: Informatividade. Efeitos Alinhamento e Entrincheiramento. Padrão Contábil.

Abstract

The research goal was to assess if effects arising from concentrated ownership structure predominate as entrenchment or alignment affecting earnings informativeness, conditioned on principles based accounting standards. The sample includes listed companies on BM&FBovespa considering 2008-2014 period. We applied Easton and Harris (1991) model that approaches informational content, adding vote concentration at the largest shareholder and divergence among cash flow rights with voting rights to largest shareholder. Data were collected on Economática® and SInC® databases and processed by regressions with panel data estimation. Under entrenchment or alignment affecting earnings informational content hypothesis, findings indicate that earnings/return coefficient persistence did not rejects earnings informational content and predominance of entrenchment effect on it. Earnings informativeness became stronger with IFRS accounting standard.

Key words: Earnings Informational Content. Ownership Structure. Entrenchment and Alignment Effects, Accounting Standard.

Esta obra está sob uma Licença Creative Commons Atribuição-Uso.

1 Introdução

Característica relevante do mercado acionário brasileiro é a peculiar estrutura de propriedade das firmas listadas para negociação em bolsa. Isso revela, consequentemente, alta concentração de votos em poder de um único acionista, emissão de ações preferenciais as quais, de acordo com nossa legislação, não têm direito à voto nas Assembleias Gerais e estruturas indiretas de controle (SILVA, 2004; ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; VERNE; SANTOS; POSTALI, 2009; ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010, HOLANDA; COELHO, 2014). Tal composição societária, respaldada nessas características, resulta em força decisória de grupo específico de acionistas, os quais detêm o controle e, por consequência, a gestão das firmas de capital aberto estabelecidas no Brasil.

Segundo Shleifer e Vishny (1997), tais acionistas controladores poderiam usar o poder decisório absoluto para alcançar benefícios privados do controle, atingindo particularmente direitos de acionistas minoritários e preferenciais, o que também poderia acontecer em detrimento de interesses dos demais *stakeholders*.

Baseados nessa possibilidade de utilização do poder de decisão monolítico dos acionistas controladores, Claessens *et al.* (2002) enunciaram dois efeitos possíveis do exercício da discricionariedade comentada no que respeita à eficiência informacional dos relatórios contábeis: o efeito entrincheiramento e o efeito alinhamento.

De forma resumida, pode-se dizer que o efeito entrincheiramento ocorre quando a concentração de votos tem o objetivo e a capacidade de manter o controle efetivo da gestão. Neste caso, espera-se que haja redução na informatividade contida nos lucros contábeis, em decorrência de ações explícitas dos acionistas controladores em reportar informação contábil com baixa qualidade, seja no sentido de omitir expropriações realizadas ou para omitir sinais de desempenho deficiente (SARLO NETO, 2009). Já o efeito alinhamento, segundo o mesmo autor, ocorre quando a concentração de votos está associada a maior percentual de direitos ao fluxo de caixa, de modo a sinalizar a acionistas minoritários sua disposição em tomar decisões que contribuam para a maximização do valor da empresa, aliando, assim, interesses corporativos. Nesse caso, majoritários e minoritários, ao alinharem interesses, contribuiriam para o aumento da informatividade dos lucros.

Tal situação de alinhamento entre interesses do conjunto de acionistas pode ocorrer quando se igualam os direitos de votos e os direitos ao fluxo de caixa. Seja pela concentração de votos associada ao incremento da posição em ações preferenciais do controlador, seja pela diluição da estrutura societária.

Por outro lado, a informatividade poderia decorrer não de ações explícitas dos gestores, mas de excelência do próprio padrão contábil utilizado - mormente nos casos em que tal padrão seja declaradamente voltado para reportar a essência ao invés da forma dos fatos econômicos, além de se orientar por princípios, e não por regras, para individualizar as informações relevantes e úteis nos relatórios contábeis. No Brasil, a partir de 2008, houve uma mudança do padrão contábil adotado: saiu de cena o padrão baseado em regras e entrou em vigência o padrão baseado em princípios, consubstanciado no *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

O padrão contábil em vigência no Brasil até 2007 se mostrava voltado preponderantemente ao controle patrimonial das organizações. Ou seja, com a informação contábil voltada para usuários internos, no sentido do controle dos patrimônios, geralmente associado ao acionista majoritário e em visão de valor dos bens e direitos (OLIVEIRA; COELHO, 2016). Os mesmos autores destacam a proeminência da informação fiscal afetando a apuração do lucro, omitindo informações que poderiam alterar a percepção de lucros e fluxos de caixa futuros. Ainda de acordo com Oliveira e Coelho (2016, p. 1), "as práticas contábeis preconizadas pelo padrão adotado em 2008 passaram a priorizar a divulgação da essência econômica das transações", ou seja, a contabilidade passou a ser guiada pela essência do fato econômico, orientando seus registros para fornecer informação útil e relevante aos usuários externos, mormente investidores e acionistas minoritários.

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

Há de se considerar, contudo, na visão de Barth, Landsman e Lang (2008), que padrões contábeis baseados na premissa de que o processo contábil seja guiado por princípios em detrimento de normas, pode permitir maior discricionariedade dos gestores na elaboração da informação contábil, especialmente na fase de implantação e aprendizagem do processo decisório de contadores e gestores neste mister.

O problema de pesquisa, configurado em torno da argumentação, consistiu em indagar se há efeito predominante (entrincheiramento ou alinhamento) influenciando a medida de informatividade do lucro. Considerou-se o período de 2008 a 2014, já com o padrão contábil IFRS, conceitualmente considerado como mais eficiente informacionalmente.

O objetivo de pesquisa consiste em analisar se os efeitos decorrentes de estrutura de propriedade concentrada predominam na forma de entrincheiramento ou de alinhamento para o atributo de informatividade do lucro, condicionado à presença de padrão contábil baseado em princípios contábeis, como, por exemplo, a primazia da essência sobre a forma.

Buscou-se, além disso, ainda que sem o rigor de testes explícitos, comparar os achados com os de Sarlo Neto *et al.* (2010), como forma de cotejar a associação entre informatividade e efeitos de concentração de propriedade, apurada a partir de padrões contábeis distintos.

Os achados da pesquisa indicaram que o efeito entrincheiramento é predominante na estrutura de propriedade no ambiente brasileiro, provocando impactos negativos e explícitos na informatividade do lucro contábil nas firmas brasileiras após 2008. Infere-se que o novo padrão contábil brasileiro, que proporciona maior poder discricionário aos elaboradores da informação contábil e declarado como de maior qualidade informacional, não consegue por si só, melhorar a informatividade dos lucros contábeis. Isso porque o poder das estruturas de propriedade concentradas, nas quais o controlador tem as prerrogativas de exercer benefícios privados do controle, exerce uma influência superior ao padrão contábil em voga.

A pesquisa inova ao analisar a relação entre os efeitos entrincheiramento e alinhamento e a informatividade dos lucros contábeis em um padrão contábil que possibilita um maior poder discricionário no processo de elaboração das informações contábeis aos gestores das firmas. Essa perspectiva não foi analisada nas pesquisas brasileiras anteriormente realizadas, as quais são apresentadas na seção a seguir. Dito de outro modo, a relevância do estudo repousa na intenção de se lançar luzes sobre o comportamento dos gestores no processo de fornecer informações contábeis aos investidores no mercado brasileiro, em face de base técnica contábil aprimorada por conceitos comportamentais e de responsabilidade dos contadores, dada a orientação por princípios e não por regras derivadas de sistema jurídico codificado.

Sua utilidade se estende aos órgãos de regulamentação que poderão avaliar a possibilidade de eficácia de regras e normas em face da realidade da estrutura de propriedade do ambiente nacional. Ainda, quanto aos analistas e pesquisadores, no sentido de que considerem em suas atividades efeitos decorrentes do posicionamento de gestores e acionistas controladores em preceitos voltados a atender a utilidade de *stakeholders*, ressaltando-se os financiadores que assumem maior risco no mister.

2 Programação da pesquisa e desenvolvimento da hipótese

A informatividade do lucro contábil pode ser entendida como a reação dos preços das ações à publicação dos relatórios contábeis (FRANKEL; KOTHARI; WEBER, 2006). Isto é, representa o potencial dos relatórios contábeis em transmitir informações sobre as empresas. Essas informações podem ou não influenciar as expectativas e decisões dos usuários, mais precisamente, dos usuários que transacionam ações no mercado de capitais (SARLO NETO, 2009).

Nesse sentido, a informatividade do lucro contábil pode ser entendida por uma associação entre a informação contábil, a qual é influenciada pelos padrões contábeis adotados, e os preços das ações das empresas, ou melhor, pela possível influência do lucro contábil nos preços das ações (BALL; BROWN, 1968; SARLO NETO; LOPES; DALMÁCIO, 2010).

Existem dois efeitos que podem ser causados pela interação entre a estrutura de propriedade e a informatividade: o primeiro é o efeito entrincheiramento e o segundo é o efeito alinhamento (CLAESSENS *et al.*, 2002; SHUTO; TAKADA, 2010).

O efeito entrincheiramento relaciona-se ao aumento dos custos de agência, uma vez que a elevada concentração na estrutura societária pode permitir que acionistas controladores expropriem riqueza de acionistas minoritários (CLAESSENS *et al.*, 2002). Isso ocorre, pois, por possuir maior autonomia, o controlador poderá manipular a elaboração e a divulgação de informações contábeis; a fim de ocultar informações que possam comprovar tal expropriação (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; SÁNCHEZ-BALLESTA; GARCÍA MECA, 2007).

Por sua vez, Shuto e Takada (2010) argumentam que o efeito entrincheiramento é causado pela utilização da empresa em benefício do controlador. Desse modo, a concentração acionária acentuaria o efeito entrincheiramento, exercendo influência negativa sobre a informatividade do lucro contábil. Segundo 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.

Quanto ao efeito alinhamento, a concentração de propriedade poderia ter impacto positivo na informatividade dos lucros, por meio da diminuição dos custos de agência (SHUTO; TAKADA, 2010). O proprietário ao possuir elevada participação no capital da firma tenderia a atuar em consonância com os demais acionistas da organização e isso ocasionaria no aumento do preço das ações no mercado de capitais.

Nesse sentido, a aquisição de ações preferenciais, por parte do acionista controlador, faria com que a divergência entre direito de voto e direito ao fluxo de caixa fosse atenuada, o que redundaria em menor incentivo para expropriação dos minoritários, de modo que o custo de expropriação seria distribuído de maneira mais uniforme entre todos os acionistas, fazendo com que o acionista controlador arcasse com um custo maior da sua expropriação (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

Para Fan e Wong (2002), esse aumento da participação acionária pelos acionistas controladores além do nível mínimo para o controle efetivo em conjunto com o alinhamento de interesses entre o proprietário controlador e os acionistas minoritários permitiria a redução dos resultados do efeito entrincheiramento. Em resumo, o efeito entrincheiramento ocasiona redução no preço das ações enquanto que o efeito alinhamento proporciona incrementos no preço (GUL; LAI, 2002).

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

Uma alternativa para redução do incentivo ao efeito entrincheiramento seria o aumento da participação do acionista controlador na estrutura de propriedade da empresa e a redução da divergência entre direitos de voto e fluxo de caixa na posição acionária do acionista controlador, através da aquisição de ações preferenciais.

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

Sarlo Neto *et al.* (2010, p. 305) afirmam que "na prática, o efeito alinhamento pode aumentar os custos da expropriação para o acionista controlador e, consequentemente, reduzir o efeito entrincheiramento, aumentando a informatividade dos lucros contábeis divulgados".

Na literatura nacional, pesquisas que relacionem informatividade dos lucros contábeis com estrutura de propriedade ainda são escassos. A maior parte desses estudos aborda os impactos em tal relação ainda no padrão contábil antigo, destacando-se: Sarlo Neto *et al.* (2010); Lyrio, Sarlo Neto, Almeida e Massariol (2011); Caixe e Krauter (2013); Macedo, Silva, Oliveira e Marques (2014); e Almeida, Sarlo Neto, Gomes e Novaes (2014).

Sarlo Neto *et al.* (2010) investigaram a influência de atributos de estrutura de propriedade na informatividade de lucros contábeis divulgados por empresas negociadas

no mercado acionário brasileiro, abrangendo o período de 2000 a 2006. Para tanto, observaram a extensão específica da concentração dos votos e da divergência entre direitos de voto e direito ao fluxo de caixa.

Os autores concluíram que os achados indicavam que, no mercado brasileiro, quanto maior a concentração de votos, menor a informatividade dos lucros contábeis. De forma antagônica, o aumento da divergência entre direitos (voto *versus* fluxo de caixa) na participação do maior acionista controlador proporciona o aumento da informatividade dos lucros contábeis divulgados. Os achados também apontavam que a redução da informatividade dos lucros contábeis divulgados é mais intensa quando há ocorrência concomitante de aumento da concentração de votos e da divergência entre direitos.

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

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

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

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

Percebe-se que em três das pesquisas o foco foi apenas o tipo de controlador, diverso do estudado por Sarlo Neto *et al.* (2010). Na pesquisa de Caixe e Krauter (2013), por exemplo, embora tendo um delineamento conceitual e temporal semelhante ao de Sarlo Neto *et al.* (2010), não possibilitou comparações, dadas as mudanças em termos das variáveis explicativas observadas.

Considerando-se, então: (i) as evidências obtidas em Sarlo Neto *et al.* (2010); (ii) o contexto institucional de relevante modificação no padrão contábil brasileiro; (iii) as assertivas de Barth, Landsman e Lang (2008) de que padrão contábil guiado por princípios pode contribuir para maior discricionariedade na elaboração da informação contábil; e (iv) o ambiente de baixa proteção institucional vigente no Brasil; adota-se a hipótese de que o efeito entrincheiramento se mostra preponderante na estrutura societária brasileira, o que afetaria negativamente a informatividade do lucro contábil reportado pelas empresas brasileiras.

3 Metodologia

A pesquisa tem caráter exploratório e explicativo e adota procedimentos bibliográficos e documentais. Tem, ainda, natureza quantitativa, uma vez que é embasada em procedimentos econométricos.

A pesquisa amparou-se em informações referentes a 70 empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa, das quais se geraram 378 observações-ano, apreciando-se eventos pertinentes ao período 2008 a 2014. A demarcação do intervalo de análise refere-se ao período disponível quando da realização da pesquisa.

Foram consideradas as mesmas empresas utilizadas na pesquisa de Sarlo Neto *et al.* (2010), reduzidas das que não apresentaram informações, por motivos não examinados, necessárias ao processamento dos modelos.

Os dados para a operacionalização dos modelos e estimação das variáveis foram coletados nos sistemas Economática®, do qual se coletaram informações contábeis e bursáteis; e Sistema de Informações Corporativas ® (SInC®), este último no endereço www.sinc.ufc.br, o qual tem disponibilizadas as informações referentes à estrutura de propriedade.

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

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

Em que:

R_{it} = Retorno da ação da empresa i no período t;

LC_{it} = Lucro contábil da empresa i no período t;

α_0 = Coeficiente linear;

α_1 = Coeficiente angular entre lucro contábil e retorno;

ε_{it} = Termo de erro do modelo.

Sarlo Neto *et al.* (2010) explicam que nesta equação o retorno é função do lucro, testando-se, portanto, sua contribuição informacional na explicação do nível de retorno efetivo. Já no termo de erro, estarão inseridos todos os outros fenômenos determinantes do comportamento do retorno, não refletidos pelo lucro.

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

Como o objetivo da pesquisa é investigar a influência de efeitos entrincheiramento e alinhamento sobre informatividade do lucro, ressaltando-se o período após implantação do padrão contábil baseado no IFRS, optou-se por reiterar os modelos conceituais já utilizados em Sarlo Neto *et al.* (2010) que analisaram, fundamentados em Easton e Harris (1991), de forma similar, a associação entre concentração de propriedade e informatividade do lucro.

No primeiro, que se denominou Modelo de Concentração de Votos (MCV), se estima a associação entre lucro e retorno anormal das ações, condicionada à concentração de votos do acionista principal, tratando especificamente do efeito entrincheiramento. O modelo foi aplicado, coerentemente, à amostra completa, a partir da seguinte formulação:

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

Em que:

RA_{it}: Retorno Anormal da empresa i no período t;

LLA_{it}: Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t;

CV_{it}: Concentração de Votos da empresa i no período t;

$CONTROL_{it}$: Variáveis de controle em seguida detalhadas da empresa i no período t;

$LLA_{it}*CV_{it}$: Interação entre Lucro Líquido Ajustado e Concentração de Votos da empresa i no período t;

$LLA_{it}*CONTROL_{it}$: Interação entre Lucro Líquido Ajustado e cada variável de controle da empresa i no período t;

ε_{it}: Termo de Erro da regressão referente à empresa i no período t.

Na segunda formulação, denominada Modelo de Divergência entre Direitos (MDD), se arranja a estimação da associação entre lucro e retorno anormal das ações, subordinada à divergência entre direitos ao fluxo de caixa e direitos a voto (ações ordinárias *versus* preferenciais), abordando estritamente o efeito alinhamento. O modelo foi aplicado em amostra das empresas com ações preferenciais em circulação com a representação seguinte:

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

Em que:

RA_{it}: Retorno Anormal da empresa i no período t;

LLA_{it}: Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t;

IDD_{it}: Divergência entre Direitos da empresa i no período t;

EV_{it}: Excesso de Votos da empresa i no período t;

$CONTROL_{it}$: variáveis de controle em seguida detalhadas da empresa i no período t;

LLA_{it}*IDD_{it}: Interação entre Lucro Líquido Ajustado e Divergência entre Direitos da empresa i no período t;

LLA_{it}*IDD_{it}*EV_{it}: Interação entre Lucro Líquido Ajustado, Divergência entre Direitos e Excesso de Votos da empresa i no período t;

LLA_{it}*$CONTROL_{it}$: Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e cada variável de controle da empresa i no período t;

ε_{it}: Termo de Erro da regressão referente à empresa i no período t.

Processa-se ainda Modelo Combinado (MCB), verificando-se a associação entre lucro e retorno anormal das ações, condicionado aos atributos de estrutura de propriedade já tratados, investigando os efeitos entrincheiramento e alinhamento e sua correlação. A representação combina os modelos anteriores, resultando na formulação seguinte, utilizando-se as mesmas legendas:

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

A construção das variáveis selecionadas obedeceu aos seguintes parâmetros:

- Retorno Anormal (RA) foi medido tendo como base o período de maio do ano t até abril do ano t+1, data em que as demonstrações financeiras são publicadas, estimado pelo excesso de retorno do título com maior liquidez emitido pela empresa em relação ao retorno do mercado em cada um dos períodos amostrados, consoante a expressão:

$$RA_{it} = (P_{it+1} / P_{it-1}) - (IBOV_{t+1} / IBOV_{t-1})$$

Em que:

P_{it+1}: Preço da ação da empresa i no período t+1;

P_{it}: Preço da ação da empresa i no período t;

$IBOV_{t+1}$: Valor de mercado do índice Ibovespa no período t+1;

$IBOV_t$: Valor de mercado do índice Ibovespa no período t.

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

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

Em que:

LL_{it}: Lucro líquido da empresa i no período t;

VM_{it-1}: Valor de mercado da empresa i no período t-1.

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

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

Em que:

$VMAC_{it}$: Quantidade de ações ordinárias em poder do maior acionista controlador da empresa i no período t;

TV_{it}: Quantidade total de ações ordinárias da empresa i no período t.

- Divergência entre Direitos (IDD) foi mensurada pela relação entre participação nos direitos a fluxo de caixa e participação nos direitos de voto pelo maior acionista controlador; a divergência entre tais direitos evidencia a possibilidade de influência nas decisões sobre a destinação de recursos da empresa; pode resumir efeitos de alinhamento dos controladores:

$$IDD_{it} = [1 - (FCit / VCit)]$$

Em que:

FC_{it}: Percentagem de ações em posse do maior acionista controlador da empresa i no período t;

VC_{it}: Percentagem de ações ordinárias em posse do maior acionista controlador da empresa i no período t.

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

> IDD com valor igual a 1 (um) significa divergência máxima, e com um valor igual a 0 (zero), divergência mínima. A divergência mínima indica que não há discrepância entre o percentual de votos e o percentual de fluxo de caixa em poder do maior acionista controlador, e, de forma inversa, a divergência máxima indica que o percentual de fluxo de caixa é irrelevante em relação ao percentual de votos.

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

Completando os modelos, aplicaram-se variáveis de controle na forma *dummy* para representar anos e setores das empresas, de modo a controlar efeitos fixos longitudinais e seccionais e as variáveis Market-to-Book (MTB) e Perdas (NEG), como controle de influências específicas.

- Market-to-Book (MTB) foi calculado pela relação entre valor de mercado e valor patrimonial da ação:

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

Em que:

VM_{it}: Valor de mercado da empresa i no período t;

VCO_{it}: Valor do patrimônio líquido da empresa i no período t.

- Perdas (NEG), representadas por variável binária que assume 1 para resultados contábeis negativos (prejuízo) e 0 em caso contrário.

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

Com a técnica de análise de regressão multivariada, testaram-se os três modelos explicitados com estimação de coeficientes por meio de Mínimos Quadrados Ordinários com dados em painel, examinando-se os métodos *Pooled*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, aplicando-se aquele mais adequado.

Para originar a comparação entre resultados em diferentes padrões contábeis, apresentaram-se os achados de Sarlo Neto *et al.* (2010), para visualização das alterações entre os dois momentos.

4 Resultados

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

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

Tabela 1 - Descrição dos Atributos

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

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

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

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

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

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

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

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

Tabela 2 – Correlação entre Atributos

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

Notas: (i) Acima da diagonal, coeficientes de Spearman; abaixo, coeficientes de Pearson; (ii) Nível de significância de 1% *; 5% **; e 10%***.

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

Tais testes indicaram os métodos de estimação mais adequados para cada modelo. Destaca-se que as consequências de variáveis não observáveis se mostram mais complexas no modelo de Divergência entre Direitos em que se identifica erro robusto correlacionado de forma aleatória a variáveis independentes. Nos outros dois modelos, porém, se aponta existência de correlação direta entre o erro e as variáveis independentes.

Tabela 3 - Testes de especificação da estimação

Modelos	MCV	MDD	MCB
Breusch-Pagan	158,52***	100,10*	163,40***
Hausman	21,42**	5,39	20,83**
Estimação Indicada	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos

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

Nas tabelas 4, 5 e 6 se apresentam as implicações dos modelos sob análise. Ali se constata que o escopo das premissas econométricas e de significância estatística fica atendido, estabelecendo-se as seguintes diferenças entre os dois momentos estudados:

a) Há pouca diferenciação quanto ao poder explicativo dos modelos, seja longitudinalmente, seja na dimensão da extensão; todos eles apresentaram significância estatística ao nível de 1% (Estatísticas F e WALD), com poder de explicação com R^2 em torno de 20%;

b) O incremento explicativo aconteceu com o modelo de Divergência de Direitos, enquanto os dois outros tiveram redução do coeficiente de determinação em relação ao estudo original.

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

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

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

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

Tabela 4 - Informatividade e Concentração de Votos

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

Notas: (i) Valores em parênteses com o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) Nível de significância de 1% *; (iii) para ano e setor, "sim" significa que pelo menos uma observação foi significante e "não" o contrário.

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

A concentração de votos passou a impactar de forma mais acentuada a informatividade dos lucros

contábeis nas empresas brasileiras, inferindo-se que maiores participações em ações ordinárias (induzindo ao controle da gestão da empresa) do maior acionista ordinário, estaria indicando ao mercado que o efeito entrincheiramento isolado influencia na elaboração e divulgação da informação contábil (CLAESSENS *et al.*,2002).

Tal expectativa identificada por aumento do efeito entrincheiramento, pelo qual o controlador gerenciaria o nível de utilidade das demonstrações contábeis, poderia ser associada, no caso deste estudo, à permissibilidade de maior discricionariedade deste gestor na mensuração e reconhecimento de fatos econômicos, dada pelo novo padrão contábil (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008).

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

Tabela 5 - Informatividade e Divergência entre Direitos

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

Notas: (i) Valores em parênteses indicam erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) Nível de significância de 1% *; e 10%**; (iii) para ano e setor, "sim" significa que pelo menos uma observação foi significante e "não" o contrário.

Pela tabela 5, observa-se o atributo de divergência entre direitos (fluxo de caixa *versus* votos), apresentando influência no período recente contrária aos achados da pesquisa que estudou a relação em período remoto, ambos com baixa significância estatística, mas mudando o sinal. Isso sugere que enquanto se identificava efeito alinhamento naquele momento, agora se aponta para que não se rejeite a contribuição de alta divergência entre direitos à redução da informatividade dos lucros, indicando redução do efeito alinhamento, o que permite que se sobressaia o poder de voto no sentido do entrincheiramento do controlador.

Tal resultado implica em que a informatividade dos números contábeis diminui com maiores níveis de diferenciação entre direitos do fluxo de caixa e direitos de voto. Tal visualização de baixo alinhamento ocorre após a implementação do novo padrão contábil, bem como após a redução da presença de participações preferenciais no ambiente societário brasileiro. Restringindo, assim, a amostra objeto desta avaliação (Holanda, 2012) e dificultando a figura do controlador que aumenta suas participações com a presença de meros financiadores preferencialistas.

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

Maior divergência entre direitos estaria associada a menor nível de informatividade, já que se acentuaria o efeito entrincheiramento. De outro lado, maior participação do maior acionista ordinário em todos os tipos de ações da empresa associada à redução da participação em ações ordinárias, indicaria incentivo a

este acionista para a manutenção de sua participação no valor da empresa e, por conseguinte, à redução do efeito alinhamento.

A avaliação do mercado tende a considerar, dado esses achados, empresas com alta divergência entre direitos da caixa e direitos de voto pelo detentor da maioria dos votos, adotando gestão voltada para seus propósitos, mormente quanto à elaboração de relatórios contábeis.

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

Tabela 6 - Informatividade e Estrutura de Propriedade

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

Notas:
(i) Valores em parênteses indicam erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) Nível de significância de 1% *; 5% **.

Contrariando os achados no período remoto, percebe-se, na análise da tabela 6, que as variáveis representativas de estrutura de propriedade se compensam, de modo que sua interação com o lucro líquido não altera a informatividade deste atributo, cujo coeficiente ganha significância e relevância entre os dois períodos analisados.

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

5 Conclusões

A pesquisa teve como objetivo analisar se efeitos decorrentes de estrutura de propriedade concentrada predominam na forma de entrincheiramento ou de alinhamento para o atributo de informatividade do lucro, condicionado à presença de padrão contábil baseado em princípios.

Infere-se, ao termo da pesquisa, que os lucros contábeis nos dois períodos apreciados contêm o atributo da informatividade, na forma do modelo original de Easton e Harris (1991).

A maior persistência do coeficiente de lucros anormais no período mais recente, associado a padrão contábil baseado em princípios, tendo como objeto informar aos fornecedores de recursos das firmas sobre sua situação, pode ser indicativo de que a declarada superioridade técnica deste padrão conduz à maior informatividade dos lucros contábeis.

Todavia, os achados ressaltam que essa condição de informatividade fica prejudicada na presença de concentração de propriedade, dado que ficou caracterizada, com significância estatística, efeito entrincheiramento dos controladores influenciando o coeficiente de persistência entre lucro e retorno. Tal comportamento se identifica nos dois períodos comentados.

Já o efeito alinhamento, definido com base na divergência entre direitos de voto do acionista controlador relativamente aos seus direitos aos fluxos de caixa, não se mostrou significante em explicar informatividade dos lucros. Essa constatação alterou-se nos períodos considerados, sendo efetiva no estudo

original, implicando, já no período atual, que os controladores passaram a não influenciar o incremento da informatividade dos lucros.

Aceita-se, assim, a hipótese esboçada de que a concentração de propriedade no Brasil impacta negativamente o conteúdo informacional dos lucros contábeis, independente da declarada qualidade conceitual do padrão contábil ora aplicado. Inferindo-se, assim, que outras variáveis (políticas, macroeconômicas, institucionais, de sistema jurídico) afetam o exercício do controle acionário no Brasil, mantendo-se o poder discricionário do acionista controlador em poder manipular informações contábeis, possivelmente associado ao exercício de benefícios privados do controle.

Em suma, pode-se concluir que a interferência do acionista controlador afeta a informatividade estrita dos lucros contábeis, seja pela concentração de votos, seja pela divergência entre direitos.

Todavia, estes atributos - concentração de votos e divergência entre direitos - testados de forma conjunta, se apresentam sem significância estatística. Isso representa, informacionalmente, que não se identificam os efeitos de entrincheiramento ou alinhamento sobre informatividade dos lucros para o conjunto da amostra, esperando-se que as empresas com maior concentração apresentam lucros menos informativos.

Tal inferência deve ser lida com cautela e se constitui em limitação da pesquisa, pois não se avançou em explorar possíveis mudanças estritas na estrutura de propriedade, no que diz respeito à emissão de ações preferenciais.

Para temas posteriores, sugere-se ampliar o estudo sobre informatividade, seja com inclusão de outras empresas listadas atualmente na BM&FBovespa, seja com inclusão de outros atributos de estrutura da propriedade e de governança corporativa; seja pela busca de possíveis explicações para a prevalência do efeito entrincheiramento sobre o efeito alinhamento. Ademais, sugere-se ainda a aplicação de técnicas econométricas que contemplem tratamento de endogeneidade e auto correlação, que poderiam alterar as especificações de estimação, principalmente quanto ao terceiro modelo aplicado.

Referências

ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.

ALMEIDA, A. A.; SARLO NETO, A.; GOMES, L. L.; NOVAES, P. V. G. A influência do private equity e venture capital sobre a informatividade dos lucros no mercado brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 2, p. 266-292, 2014.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, pp. 159-178, 1968.

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International Accounting Standards and Accounting Quality. **Journal of Accounting Research**, n. 46, v. 3, p. 467-498, 2008.

BREUSCH, T. S.; PAGAN, A. R. The Lagrange multiplier test and its application to model specification in econometrics. **The Review of Economic Studies**, v. 47, n. 1, p. 239-253, 1980.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling

the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p.2741-2771, 2002.

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

FAN, J. P. H.; WONG, T. J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 3, p. 401-425, 2002.

FRANKEL, R.; KOTHARI, S. P.; WEBER, J. Determinants of the informativeness of analyst research. **Journal of Accounting and Economics**, v. 41, n. 1-2, p. 29-54, 2006.

GUJARATI, D.M. **Econometria Básica**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2006.

GUL, F.; LAI; K. W. **Insider entrenchment, board leadership structure and informativeness of earnings**. 2002. Disponível em: < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304399 >. Acesso em: 20 jul. 2017.

HAUSMAN, J. Specification tests in econometrics. **Econometrica**, v. 46, n. 6, p. 1251-1271, 1978.

HOLANDA, A. P. **Gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade nas companhias de capital aberto no Brasil.** 2012. 108p. Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria). Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2012.

HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. Estrutura de propriedade em firmas brasileiras: trajetória no período 1998-2012. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 3, p.1-39, 2014.

ITURRIAGA, F. J. L.; CRISÓSTOMO, V. L. Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms. **Emerging Markets Finance & Trade**, v. 46, n. 3, p. 80-94, 2010.

LYRIO, F. M.; SARLO NETO, A.; ALMEIDA, A. A.; MASSARIOL, E. (2011). Controle familiar e qualidade dos lucros: evidências empíricas no mercado brasileiro. In.: Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis, 2., 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, UFRJ, 2011.

MACEDO, M. A. S.; SILVA, G. E.; OLIVEIRA, G. J.; MARQUES, J. A. V. C. Análise do impacto do controle familiar sobre a qualidade das informações contábeis no Brasil: um estudo com foco na análise de relevância do lucro. In: Encontro da Anpad, 37., Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2013.

OLIVEIRA, T. E.; COELHO, A. C. Padrão contábil orientado para mercado de capitais e desempenho de analistas de mercado: evidências no Brasil. In.: Jornadas Luso-Espanholas Gestão Científica, 26., 2016, Idanha-a-Nova. **Anais...** Idanha-a-Nova, ESG/IPCB, 2016.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, n. 1, p.119-135, 2007.

SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P.; GARCÍA□MECA, E. Ownership Structure, Discretionary Accruals and the Informativeness of Earnings. Corporate Governance: An International Review, v. 15, n. 4, p. 677-691, 2007.

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

SARLO NETO, A; LOPES, A. B.; DALMÁCIO, F. Z. A influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa**. BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 7, n. 4, p. 301-314, 2010.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783. 1997.

SHUTO, A.; TAKADA, T. Managerial ownership and accounting conservatism in japan: a test of management entrenchment effect. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 37, n. 7-8, p. 815-840, 2010

SILVA, A.L.C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p.348-361, 2004.

VERNE, R.M.; SANTOS, R.L.; POSTALI, F.S. Estruturas de propriedade piramidais e seus efeitos sobre o valor de mercado das companhias brasileiras que abriram capital no período 2004-2007. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9., São Leopoldo. **Anais...** São Paulo: SBFIN, 2011.