

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**ANDRÉ ABREU DE ALMEIDA**

**A INFLUÊNCIA DO PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL SOBRE  
A INFORMATIVIDADE DOS LUCROS NO MERCADO BRASILEIRO**

**VITÓRIA  
2013**

**ANDRÉ ABREU DE ALMEIDA**

**A INFLUÊNCIA DO PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL SOBRE  
A INFORMATIVIDADE DOS LUCROS NO MERCADO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Dr. Alfredo Sarlo Neto

**Vitória  
2013**

## FICHA CATALOGRÁFICA

# **A INFLUÊNCIA DO PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL SOBRE A INFORMATIVIDADE DOS LUCROS NO MERCADO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em .... de ..... de 2013.

## **COMISSÃO EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Alfredo Sarlo Neto  
Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)  
Orientador - Presidente

---

Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Patrícia Maria Bortolon  
Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)  
Membro interno da Banca Examinadora

---

Prof. Dr. Leonardo Lima Gomes  
Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC –RIO)  
Membro externo da Banca Examinadora

À minha esposa Leomara, minha mola propulsora.

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, Pedro e Maria José pelo sacrifício em proporcionar uma educação de qualidade.

Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Alfredo Sarlo Neto pela paciência e pela força na reta final deste trabalho.

Meus agradecimentos aos professores que desde o início apostaram na minha carreira acadêmico-científica, em especial Sonia Dalcomuni e Fernando José Arrigoni.

Agradeço aos mestres da UFES: Tereza Brunelli, Valter Pereira, Gabriel Campos, Luzia Zorzal, Leonardo Dutra, Cláudio Salim, entre outros; que ainda na graduação, se ocuparam a ensinar com a determinação e sabedoria o que guardarei para sempre em minha memória,

Aos professores do mestrado minha eterna gratidão pelo convívio e sabedoria compartilhado, em especial a Prof<sup>a</sup> Patrícia Bortolon, Adriano Rodrigues, Annor e o primo Zé (José Elias).

Agradeço às minhas colegas de Departamento Kelly Christinny da Costa e Leila Benitez pelo apoio e incentivo.

Aos meus colegas da 1<sup>a</sup> turma Ricardo, Thales, Patrícia, Thaís, Edinéia, Thiago e o novo amigo Felipe Maia minha gratidão pelo convívio e experiência vivida.

“O Homem é do tamanho do seu sonho.”

*Fernando Pessoa*

## RESUMO

Esta pesquisa teve como objetivo investigar a influência do PE/VC sobre a informatividade dos lucros contábeis das empresas listadas na BM&FBovespa. Considerou-se informatividade a intensidade da relação entre o lucro contábil e o retorno das ações, apurada pelo coeficiente angular da reta estimada entre as variáveis PEVC e Lucro Líquido Ajustado (LLA). Adicionalmente, a pesquisa abordou a Influência do efeito conjunto PE/VC e governança sobre a informatividade dos lucros contábeis. Espera-se com esta pesquisa contribuir com a ampliação do conhecimento sobre o papel da contabilidade no mercado de capitais. A amostra foi composta por 1.177 observações de empresas não-financeiras listadas na BM&FBovespa no período de 2004 a 2011. O resultado apurado confirma hipótese de que a informatividade dos lucros contábeis é positivamente relacionada com a existência de PE/VC.

**Palavras-chave:** Informatividade dos lucros contábeis, Private Equity e Venture Capital.

## **ABSTRACT**

This research aimed at investigating the influence of PE / VC on the informativeness earnings of companies listed on the BM&FBovespa. It was considered informativity as the intensity of the relationship between accounting profit and stock returns, calculated by the slope estimated between the variables PEVC and Adjusted Net Income (LLA). Additionally, the study investigated the influence of the combined effect of PE / VC and governance on the informativeness earnings. It is expected that this research contribute for the expansion knowledge improvement on the role of accounting in capital markets. The sample consisted of 1177 observations of non-financial companies listed on the BM & FBovespa in the period from 2004 to 2011. The result of this research confirm the hypothesis that the informativeness of earnings is positively related to the existence of PE / VC.

Keywords: informativeness earnings, Private Equity and Venture Capital.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Estudos sobre relações entre informação contábil e outras variáveis .....	22
Quadro 2 - Estudos sobre a importância das informações contábeis no mercado brasileiro.....	23
Quadro 3 - Descrição das modalidades de investimento conforme estágio das empresas investidas quando do primeiro aporte de PE/VC.	25
Quadro 4 - Comparativo dos segmentos de listagem na BM&FBovespa	32

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Características gerais das ofertas de ações na BM&FBOVESPA.	12
Tabela 2 -	Estruturas dos FIPs vs. Holdings .....	14
Tabela 3 -	Distribuição das ofertas com e sem presença de PE/VC.....	37
Tabela 4 -	Etapas para definição da base de dados e seu tratamento.....	37
Tabela 5 -	Estatística descritiva.....	47
Tabela 6 -	Correlação entre as variáveis .....	48
Tabela 7 -	Correlação entre as combinações de variáveis .....	48
Tabela 8 -	Resultados da aplicação do modelo (3.2) .....	49
Tabela 9 -	Resultados da aplicação do modelo (3.3) .....	50

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FIP - Fundos de Investimentos em Participações

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBOVESPA - Índice Bovespa

IOF – Imposto sobre operações financeiras

IRRF – Imposto de renda retido na fonte

PE – *Private equity*

UFES – Universidade Federal do Espírito Santo

VC - *Venture capital*

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	11
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO.....	11
1.2 PROBLEMA.....	16
1.3 HIPÓTESE.....	16
1.4 OBJETIVOS.....	17
1.5 JUSTIFICATIVA.....	17
1.6 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO.....	19
<b>2 PLATAFORMA TEÓRICA</b> .....	21
2.1 INFORMATIVIDADE DOS LUCROS.....	21
2.2.1 <b>A relação entre lucro contábil e retorno das ações</b> .....	25
2.2 PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL.....	26
2.3 INFORMATIVIDADE DA CONTABILIDADE E PE/VC .....	31
2.3.1 <b>Teoria de Agência e custos de agência</b> .....	31
2.3.2 <b>Governança corporativa</b> .....	32
2.3.3 <b>Assimetria de informações</b> .....	34
2.3.4 <b>O efeito <i>enforcement</i> e a informatividade dos lucros</b> .....	35
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	38
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA .....	38
3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA DO TRABALHO.....	38
3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS .....	40
3.3.1 <b>Variáveis dependentes e independentes</b> .....	40
3.3.2 <b>Variáveis de Controle</b> .....	41
3.4 BASE DE DADOS .....	42
3.5 MODELO ESTATÍSTICO .....	43
3.6 CONSIDERAÇÕES ECONÔMICAS .....	45
3.7 RESULTADOS ESPERADOS .....	48
<b>4 RESULTADOS ENCONTRADOS</b> .....	49
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA E CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS .....	49
4.2 RESULTADOS DOS MODELOS DE REGRESSÃO .....	50
4.2.1 <b>Influência da presença de PE/VC sobre a informatividade dos lucros contábeis</b> .....	51
4.2.2 <b>Influência do efeito conjunto PE/VC e governança sobre a informatividade dos lucros contábeis</b> .....	52
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	54
<b>6 REFERÊNCIAS</b> .....	56

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

A informação contábil nos mercados financeiros, atualmente, é uma das áreas mais estudadas pela academia contábil. Lopes (2002, p.7) afirma que: “o mercado financeiro, de forma geral, é um dos maiores usuários da informação contábil por intermédio de analistas, corretores, investidores institucionais e individuais, bancos de investimentos, etc.”

Nos países com mercados de capitais desenvolvidos, os trabalhos sobre informatividade<sup>1</sup> apresentaram um grande número de evidências que demonstraram a importância da contabilidade para os seus usuários externos. Tal fato está diretamente ligado à capacidade que a contabilidade possui de gerar informações, ou seja, o seu potencial de transmitir informações que influenciam as expectativas de seus usuários (SARLO NETO et al., 2011).

As pesquisas sobre a informatividade das demonstrações contábeis divulgadas no mercado de ações brasileiro estão em franco crescimento, principalmente depois dos estudos realizados por Schiehl (1996), Bernardo (2001), Lopes (2002), Martinez (2001) e, mais recentemente, Sarlo Neto (2009). Tais trabalhos levantaram evidências de que os preços das ações reagem às informações divulgadas pela contabilidade. Alguns desses estudos revelaram, ainda, a influência de determinadas características das empresas sobre a informatividade dos lucros contábeis, porém pesquisas realizadas sobre o tema e a presença do *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) não são encontradas frequentemente no ambiente brasileiro.

Para Rossi (2010, p. 1) o “*Private Equity* é o investimento em empresas de capital fechado que apresentam alto potencial de crescimento e cujos investidores têm por característica atuar proximamente na gestão das empresas adquiridas.”

---

<sup>1</sup> Termo apresentado por Sarlo Neto (2009) para definir a relação entre a informação contábil e os preços das ações.

O termo *venture capital* (VC) geralmente é utilizado para definir o investimento utilizado para financiar uma *startup*<sup>2</sup>, garantindo a sobrevivência, expansão ou mudança de propriedade (COYLE, 2000).

O setor de *Private Equity* e *Venture Capital* brasileiro é ainda recente, apesar de já possuir um visível impacto na economia, principalmente após a evolução do mercado acionário ocorrida notadamente a partir do ano de 2004, representando no acumulado entre 2004 e 2011 incidência em 35% das ofertas ocorridas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), conforme tabela 1.

**TABELA 1 – Características gerais das ofertas de ações na BM&FBOVESPA**

Ano	Total de Empresas	Com Investimento em PEVC	
	Nº de empresas	Nº de empresas	% do total
2011	11	7	64
2010	11	7	64
2009	6	3	50
2008	4	2	50
2007	64	16	25
2006	26	8	31
2005	9	2	22
2004	7	3	43
<b>Total</b>	138	48	35

Fonte:Elaborada pelo autor

Porém, apesar desta expressiva participação, são escassos os estudos baseados nesta indústria, principalmente análises sobre os impactos produzidos nas empresas investidas por PE/VC.

No Brasil a estrutura legal para o investimento em PE/VC está amparada nos Fundos de Investimentos em Participações (FIP), regulados pela CVM através da Instrução CVM nº. 391/2003. Os FIP congregam recursos de um ou mais investidores para aplicações de longo prazo, geralmente, tais recursos são direcionados para empresas não listadas em Bolsa de Valores, porém após alguns

<sup>2</sup> O termo *startup* é utilizado para definir uma empresa emergente em início de vida. (Ramalho et al, 2012)

anos, os investidores passam para um estágio seguinte caracterizado pela saída com venda das ações na Bolsa de Valores (CARVALHO, RIBEIRO, FURTADO, 2006; RIBEIRO, 2005).

A indústria de PE/VC possui em sua composição quatro participantes: organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas. A figura 1 demonstra os fluxos das origens e aplicações de recursos em PE/VC de acordo com cada participante:

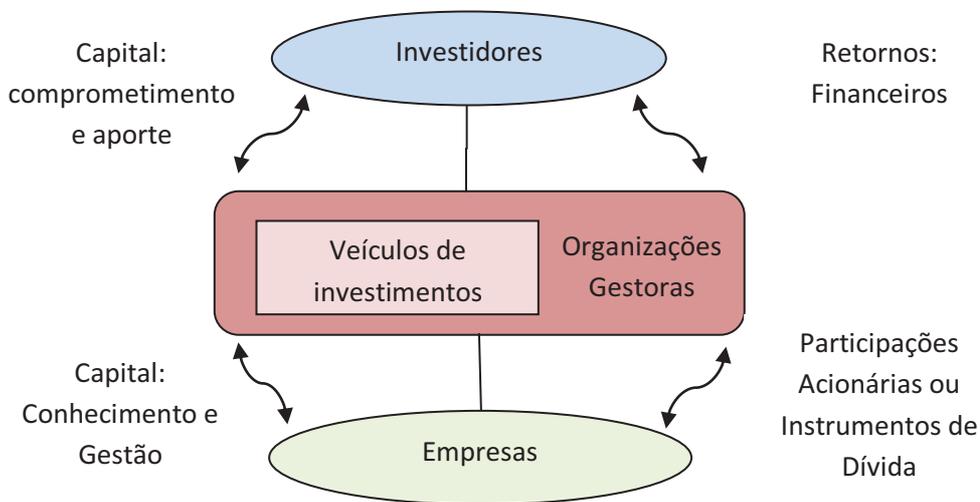


Figura 1: Participantes da indústria de PE/VC e o fluxo das origens e aplicações de recursos.  
Fonte: Adaptado de Ribeiro (2005, p.27) e Ramalho et al (2012, p. 73)

Como pode ser observado, as organizações gestoras fazem a administração dos veículos de investimento (FIPs,  *Holding*<sup>3</sup> ou outras modalidades). Os investidores fornecem recursos como aporte de capital nos veículos de investimento a medida que lhes seja solicitado pelas organizações gestoras. Tais recursos serão aplicados nas empresas investidas. (RAMALHO, 2012)

Para Tavares (2008, p.3)

“O racional por trás do negócio de PE/VC é que os investidores desejam obter retornos de longo prazo superiores ao observado no mercado acionário. Para isso, disponibilizam recursos para serem investidos nos fundos de PE/VC.”

<sup>3</sup> Holding é uma sociedade que possui a maioria das ações de outras empresas, exercendo o controle de sua política e administração (ASSAF NETO, 2012)

Aos investidores caberá a decisão sobre a forma de constituição do investimento na modalidade PE/VC, no Brasil, existe uma concentração nas modalidades: Holding e Fundo de Investimento PE/VC. Na tabela 2 são destacadas as principais diferenças:

**TABELA 2 – Estruturas dos FIPs vs. Holdings**

	FIP	HOLDING
Regulamentação	CVM	Lei das S/As
Registro	Resolução CMN 2689/00, Instrução CVM 391/03	Lei nº 4.131
IOF	IOF 2% na entrada ( <i>inflows</i> ); 0% na distribuição de dividendos ou redenções parciais ou totais ( <i>outflows</i> )	3x 0,38% sobre Investimentos diretos estrangeiros, distribuicoes de dividendo ou repatriacao de capital
IRRF sobre Ganhos de Capital (para o Veículo de Investimento)	0% IRRF sobre ganhos de capital na venda de ações de empresas do portfolio de investimentos do FIP	34% IRRF sobre ganhos de capital na venda de participacoes acionarias detidas pela <i> Holding</i>
IRRF sobre Ganhos de Capital (para Investidores Brasileiros)	15% IRRF em casos de concentrações maiores de cotas 15% IRRF	20% IRRF
IRRF sobre Ganhos de Capital (para Investidores Internacionais)	0% IRRF para Investidores Internacionais detentores de menos de 40% das cotas do FIP	15% IRRF
Dividendos	Isento	Isento

Fonte: Ramalho et al (2011, p.76)

A pesquisa de Comodo (2009) revelou que no modelo brasileiro as aquisições ocorrem mais comumente por meio de capital próprio com a entrada efetiva do investidor/comprador na companhia.

Gioilelli (2008) identificou que as companhias financiadas por fundos de *private equity* e venture capital possuem melhor qualidade de informação contábil

(medida pelo nível de gerenciamento de resultados contábeis) do que aquelas que não contaram com esta forma de financiamento, encontrando evidências de que as organizações de PE/VC influenciam de forma positiva as práticas de governança corporativa das empresas que receberam investimentos.

Segundo Sasso (2012), o objetivo dos Fundos de PE/VC é melhorar o desempenho financeiro e econômico das companhias investidas e, com isso, obter um alto retorno na liquidação deste investimento, pois seus lucros advêm, principalmente, da diferença entre o valor de sua participação inicial e final na empresa investida, ou seja, ganho de capital.

Metrick e Yasuda (2010), ao analisarem 238 fundos de PE/VC mantidos por uma instituição gestora destacaram que o investimento não representa apenas uma “entrada” de recursos na companhia. Pois, como o ciclo de vida deste processo é, na maioria dos casos inferior a 10 anos (Ramalho et al, 2011), os fundos implantam uma maior transparência nos processos de gestão das empresas investidas, porque sabem que em acordos futuros sua reputação será avaliada na construção de novas parcerias.

Nota-se, portanto, uma característica distinta nesta modalidade de investimento, pois os gestores de PE/VC participam da gestão das empresas investidas, influenciando nas decisões internas e na governança corporativa (SAHLMAN, 1990).

Na literatura sobre PE/VC, foram apresentadas evidências de uma contínua adaptação destas entidades em cuidar dos problemas de agência, desenvolvendo mecanismos capazes de reduzir os conflitos e forçar o monitoramento através de instrumentos como acordos de acionistas, colaborando com a qualidade da informação contábil e ampliando a governança corporativa. (GIOIELLI, 2008; SAHLMAN, 1990; SILVA, 2010).

## 1.2 PROBLEMA

Como se pode notar, apesar da literatura indicar ser o PE/VC um agente capaz de incentivar a ampliação da qualidade da gestão e, conseqüentemente, das informações contábeis, a pesquisa contábil nesta área no Brasil ainda é relativamente escassa, sendo assim, considerando a relevância da contabilidade no mercado brasileiro, tendo como foco o ambiente de *Private Equity* e *Venture Capital*, apresenta-se a seguinte questão problema:

**Qual a relação entre a presença de *Private Equity* e *Venture Capital* e a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na BM&FBovespa?**

Com o problema proposto, o que se quer responder é se a presença de PEVC está positivamente relacionada com a informatividade dos lucros contábeis.

## 1.3 HIPÓTESE

Desta forma, tendo como base a questão problema foi elaborada a seguinte hipótese relacionando a presença de PE/VC e informatividade dos lucros:

**H<sub>0</sub>: A informatividade dos lucros contábeis divulgados é positivamente relacionada com a existência de PE/VC.**

Esta hipótese pode ser atribuída a questões como: constante monitoramento dos investidores PE/VC em relação às práticas contábeis (GIOIELLI, 2008); reputação dos fundos de PE/VC (Demiroglu e James, 2010); e a gestão profissional imposta às empresas investidas (SAHLMAN, 1990).

A hipótese apresentada foi motivada pelas evidências encontradas por Beuselinck, et al (2009), onde apontaram que a alta qualidade dos demonstrativos financeiros

pode ser uma maneira dos gestores dos fundos de PE/VC sinalizarem aos investidores, seu profissionalismo e a qualidade das empresas que pertencem a sua carteira. Em que pese tais autores utilizarem como métrica para apurar a qualidade da informação contábil o conservadorismo condicional, observa-se que os incentivos que motivam esta pesquisa são os mesmos.

## 1.4 OBJETIVOS

Apresentada a questão de pesquisa, este estudo possui como objetivo principal investigar a influência do PE/VC sobre a informatividade dos lucros contábeis das empresas listadas na BM&FBovespa.

Como objetivo secundário desta pesquisa, alicerçado na estrutura teórica, procurou-se:

- a) caracterizar o ambiente de investimento de PE/VC brasileiro;
- b) apurar e analisar o efeito da presença do PE/VC sobre a informatividade dos lucros contábeis; e
- c) investigar se a adesão de práticas diferenciadas de governança corporativa aumentam a influência do PE/VC sobre a informatividade dos lucros contábeis.

Adicionalmente, associa-se ao objetivo secundário complementar as pesquisas sobre informatividade dos lucros contábeis nos mercados brasileiro considerando a influência de variáveis consagradas na literatura internacional, quais sejam: endividamento, market-to-book, tamanho e perdas, ampliando os estudos realizados no país.

## 1.5 JUSTIFICATIVA

A crise econômica mundial de 2008 e a recessão de 2009 fizeram com que as economias tidas como emergentes, tais como, China, Índia e Brasil tivessem uma

capacidade de recuperação muito superior que a de economias desenvolvidas (G-7). Esse universo de oportunidades atizou o interesse das organizações gestoras de PE/VC que atuam em uma esfera global (RAMALHO et al, 2012).

Adicionalmente, a realidade econômica da última década brasileira, com a trajetória de queda de juros e crescimento acelerado da economia, direcionando as empresas ao financiamento via mercado de capitais, vem fomentando o desenvolvimento da indústria de fundos de *private equity* e *venture capital*, obrigando as empresas a possuir um melhor entendimento sobre requisitos mínimos de governança corporativa e de práticas contábeis (LATINI e FONTES FILHO, 2011).

Ramalho et al (2012, p. 30) retrata que a indústria PE/VC está em franco desenvolvimento:

No início de 2005 existiam 71 organizações gestoras com não mais do que US\$ 6 bilhões em veículos de investimento (fundos) de PE/VC, o equivalente a 0,7% do PIB. Ao fim de 2009, 144 gestores administravam comprometimentos de capital de US\$ 36,1 bilhões alocados ao Brasil, 2,3% do PIB. Essas organizações gestoras empregavam em torno de 1593 profissionais, dos quais 2/3 detinham formação superior. Essas organizações possuíam participação acionária e realizavam governança ativa em 502 empresas, a maioria fechadas ou levadas à abertura de capital em bolsa por aqueles gestores de PE/VC.

Apesar dos trabalhos presentes na literatura internacional em contabilidade, observa-se a ausência de pesquisas sobre o PE/VC com foco na informação contábil na literatura brasileira.

As evidências apontadas neste estudo podem ajudar na melhor compreensão sobre o ambiente brasileiro de PE/VC contribuindo, tanto com a literatura nacional, quanto servindo de parâmetro a ser empregado em outros países com características semelhantes.

Assim, de forma inovadora, o presente trabalho procura investigar a relação entre a presença de PE/VC e a informatividade dos lucros contábeis no mercado acionário brasileiro.

Tem-se como referência que a informação contábil e os relatórios financeiros devem fornecer informações que são úteis para atuais e futuros investidores e credores e outros usuários na tomada de decisões racionais sobre crédito, investimento e similares. Tais informações devem ser compreensíveis para todos aqueles que tiverem um entendimento razoável das atividades de negócios e econômicas e fornecer informações para ajudar atuais e futuros investidores e credores e outros usuários na verificação das quantidades, tempo e incerteza dos recebimentos de caixa futuros advindos de dividendos ou juros e também dos recebimentos provenientes de vendas, ou maturidade dos títulos e empréstimos. (LOPES e MARTINS, 2005)

Espera-se contribuir com a ampliação do conhecimento sobre o papel das informações contábeis divulgadas no mercado acionário brasileiro, levantando evidências sobre a influência de PE/VC sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas listadas na Bovespa.

Desta forma, esta pesquisa pode ser considerada como relevante, devido aos seguintes aspectos:

- analisar o impacto do PE/VC sobre a informatividade dos lucros contábeis, tema pouco explorado no mercado brasileiro;
- os resultados encontrados neste trabalho podem ser úteis para vários usuários da informação contábil, tais como: analistas de mercado, credores, investidores e pesquisadores.

## 1.6 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO

O trabalho foi organizado em 5 (cinco) capítulos, inicialmente, retratando a contextualização, problema, hipótese, objetivos e justificativa.

Em seguida, o capítulo 2 apresenta a plataforma teórica com destaque aos levantamentos realizados com base em pesquisas internacionais e nacionais sobre: informatividade dos lucros, *Private Equity* e *Venture Capital* e a relação entre a presença de PE/VC e a informatividade dos lucros contábeis.

O capítulo 3 discorre sobre a metodologia e a técnica de coleta de dados utilizada.

No capítulo 4 são apresentados e analisados os resultados encontrados no estudo.

Ao final, no capítulo 5, são explicitadas as conclusões e sugestões para pesquisas futuras.

## 2 PLATAFORMA TEÓRICA

Esse capítulo demonstrará a fundamentação teórica que sustenta os objetivos desta dissertação, apresentando uma revisão da literatura sobre informatividade dos lucros, *private equity* e *venture capital* e a relação entre a presença de PE/VC e a informatividade dos lucros contábeis.

### 2.1 INFORMATIVIDADE DOS LUCROS

A contabilidade avaliada com base na sua capacidade de fornecer informações que sejam úteis ao processo de decisão dos usuários, é conceituada como *Information Approach* (abordagem da informação). A partir do entendimento deste conceito, o mercado de capitais se transforma em um laboratório de informações, possibilitando uma gama de pesquisas na área contábil, tendo como foco a relevância da informação contábil<sup>4</sup>. (LOPES, 2002, p.20).

Na literatura internacional o tema, relevância da informação contábil, foi estudado à exaustão e comprovado por meio de diversas evidências empíricas, quais sejam:

O trabalho seminal de Ball e Brown em 1968 que destacou a utilidade das informações contábeis sob a perspectiva de que os lucros contábeis variam na mesma direção que os preços das ações, tal conclusão foi possível com a observação da relação entre o sinal dos lucros anormais e os retornos anormais das ações negociadas na Bolsa de Nova York.

---

<sup>4</sup> Relevância da informação contábil está diretamente ligada à sua capacidade informacional, que significa o seu potencial de transmitir informações que influenciam as expectativas de seus usuários (Sarlo Neto 2009).

Ainda em 1968, Beaver concluiu que os preços das ações registram grandes variações quando da divulgação do conteúdo das informações contábeis, tais conclusões foram corroboradas após 30 anos no estudo apresentado por Landsman e Mayden (2001), quando observaram que mesmo com a mudança do perfil das empresas participantes do mercado de ações - entrada de companhias do setor tecnológico com grandes volumes de ativos intangíveis, os resultados apurados por Beaver em 1968 ainda persistiam.

Com isso, os trabalhos apresentados por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) representaram o *leitmotiv* das pesquisas contábeis classificadas como abordagem positiva, que mais tarde foi caracterizada por Watts e Zimmerman (1986 e 1990) como uma tentativa de incorporar à metodologia de pesquisas em finanças questões relativas ao relacionamento da Contabilidade com o mercado de capitais, além disto, justificam que o sucesso de uma teoria depende de seu valor aos usuários em fenômenos de explicação e predição.

Desde então, os trabalhos com abordagem positiva ganharam destaque no cenário nacional como pôde ser observado na pesquisa de Neto et al. (2009) onde foram apontados resultados alinhados com os obtidos por Fülbier e Sellhorn (2006) no âmbito europeu, revelando uma predominância da abordagem positiva entre os trabalhos apresentados nos Encontros Anuais da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração - ENANPADs, de 1996 a 2005.

A partir das constatações apontadas por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) sobre a relevância da contabilidade e seu papel informativo, através de pesquisas alinhadas com a abordagem positiva, nas décadas seguintes inúmeros estudos encontraram evidências de que a informatividade está relacionada com:

Relação da informação contábil com	Autores	Constatações
Tamanho da empresa (TAM)	Atiase(1985), Freeman (1987), Chaney e Jeter (1992) e Jambalvo (2002)	Positivamente correlacionada
Relação entre valor de mercado da firma e o valor contábil do patrimônio líquido (Market-to-book – MTB)	Collins e Kotthari (1989), Hand (2001) e (Palepu; Healy; Bernard, 2004)	Quanto maior o MTB, maior a informatividade

Nível de endividamento das empresas (END)	Dhaliwal et al (1991)	Alto endividamento, fraca relação entre lucro contábil e retorno.
Prejuízos contábeis (NEG)	Hayn (1995)	Prejuízos possuem menos conteúdo informativo
Diferentes níveis legais e Governança Corporativa	La Porta et al (1998), Ball, Kothari e Robin (2000)	Países com sistema <i>Code-Law</i> <sup>5</sup> possuem menos condições favoráveis para que a contabilidade exerça o seu papel como meio de informação.

QUADRO 1 – ESTUDOS SOBRE RELAÇÕES ENTRE INFORMAÇÃO CONTÁBIL E OUTRAS VARIÁVEIS.

Fonte: Adaptado de Sarlo Neto (2009, p. 24 e 25) e Cohen e Langberg (2009, p.177)

Gul e Wah (2002) pesquisaram o mercado americano e obtiveram evidências sobre a relação entre informatividade dos lucros e diferentes níveis de participação acionária nas companhias, concluindo que em empresas com maior concentração de controle, o efeito entrincheiramento<sup>6</sup> é dominante. Tais resultados também foram encontrados por Mendez (2009) quando pesquisou a influencia dos Bancos (acionistas) sobre a informatividade das empresas investidas no ambiente espanhol e por Firth, Fung e Rui (2007) ao analisar o mercado acionário chinês.

Petra (2006) ao analisar as 500 (quinhentas) maiores empresas de capital aberto dos EUA listadas no ranking da Forbes<sup>7</sup> verificou que a participação maior de gestores independentes (não controladores), está associada com a maior informatividade dos lucros contábeis e com a redução da capacidade da administração manipular resultados.

Resultados similares foram encontrados no ambiente japonês por Douthett e Jung (2001) ao analisaram empresas keiretsu<sup>8</sup> e não-keiretsu concluíram que a informatividade dos lucros é maior para as empresas não-keiretsu.

5 O chamado direito romano, normalmente praticado em países que estiveram sob a influência do império romano.

<sup>6</sup> Termo utilizado para definir a influência originada pela concentração de voto, sobre a perda de credibilidade das demonstrações contábeis divulgadas, afetando a qualidade dos lucros contábeis (Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida, 2010).

<sup>6</sup> Forbes é uma revista de economia, finanças e negócios norte-americana, fundada em 1917.

<sup>7</sup> Termo japonês que descreve um conglomerado de empresas participantes de diversos setores da economia (Douthett e Jung, 2001).

No Brasil, a pesquisa sobre informatividade dos lucros ainda não é tão extensa quanto a existente nos mercados desenvolvidos, Sarlo Neto (2009) destacou que os estudos levantados até o momento em nossa literatura, afirmaram a importância das informações divulgadas pela contabilidade no ambiente acionário nacional da seguinte forma:

Autor(es)	Tema
Bernardo (2001)	Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais – um estudo de evento.
Lopes (2001)	A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa.
Martinez (2001)	Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das empresas abertas brasileiras.

QUADRO 2 – ESTUDOS SOBRE IMPORTÂNCIA DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS NO MERCADO BRASILEIRO

Fonte: Adaptado de Sarlo Neto (2009, p. 32)

Sarlo Neto (2009) investigou a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas no mercado acionário brasileiro, evidenciando que o maior impacto negativo sobre a informatividade dos lucros contábeis ocorre quando da combinação da concentração de votos com a divergência de direitos.

Outras pesquisas sobre a informatividade dos lucros realizadas no Brasil destacaram que:

1 - a presença de famílias no controle da empresa aumenta a qualidade dos lucros contábeis divulgados, e que quanto maior o percentual de participação indireta de familiares no controle da empresa, maior também é a informatividade dos lucros (LYRIO et al., 2011).

2 - os dividendos contribuem positivamente para a informatividade do lucro como variável explicativa do retorno das ações (BRUGNI et al, 2011)

Nos mercados latino-americanos, Sarlo Neto, Bassi e Almeida (2011), revelaram que a variável market-to-book (proxy para oportunidades de crescimento) exerce influência positiva sobre a informatividade dos lucros contábeis, porém variáveis como tamanho e endividamento, não confirmaram a sua influência sobre a informatividade dos lucros contábeis nos mercados estudados.

### 2.1.1 A relação entre lucro contábil e retorno das ações

Inicialmente, cabe ressaltar que as pesquisas que abordam a temática da informatividade da contabilidade partem de premissas amplamente divulgadas de que em um mercado eficiente na forma semiforte, caso brasileiro, as informações divulgadas pela contabilidade deveriam estar refletidas nos preços das ações. Deste modo, a relação entre contabilidade e o mercado seria forte de tal maneira que uma variável contábil poderia provocar uma variação nos preços das ações (FAMA, 1970, SARLO NETO, 2009; FREIRE e FILHO, 2012).

Lopes (2005, p.78) descreve “que os investidores comportam-se como se o resultado contábil fornecesse informações sobre o valor econômico da empresa”.

Sendo assim, a partir do modelo consagrado por Easton e Harris (1991), aplicado por Sarlo Neto (2009) no ambiente brasileiro, onde a relação lucro contábil e o retorno das ações é apresentada por uma equação em que o retorno das ações é definido como uma variável explicativa/dependente da variável lucro contábil, reconhecendo a seguinte especificação:

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot LC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Onde:

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

$LC_{it}$  = Variável independente do modelo, representada pelo lucro contábil da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\beta_0$  = Intercepto, representando as outras informações que não foram capturadas pelo lucro contábil;

$\beta_1$  = Coeficiente angular entre o lucro contábil e o retorno, apresentando a parcela do lucro contábil que explica o retorno das ações;

$\varepsilon_{it}$  = erro aleatório para a empresa  $i$  no período  $t$ .

Com base no modelo apresentado, Sarlo Neto (2009, p. 60) conclui que a “informatividade consiste numa medida que representa a intensidade da relação entre informação contábil e o retorno das ações”.

## 2.2 PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Os investimentos na modalidade de PE/VC podem ser classificados e definidos de acordo com o estágio operacional em que se encontram, onde cada modalidade possui um objetivo específico, tais como:

continua

<b>Venture Capital</b>	Capital Semente ( <i>seed capital</i> )	Investimento em empresas de pequeno porte, feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de uma idéia, de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes.
	Estruturação ( <i>startup</i> )	Aporte de capital em empresas em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase, a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para colocar em prática o plano de negócios.
	Expansão ( <i>expansion</i> )	Aporte de capital, em geral de giro, para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também pode ser destinado à expansão da planta, da rede de distribuição ou ainda para ser investido em comunicação e marketing.

continuação		
<b>Private Equity</b>	Estágio avançado ( <i>later stage</i> )	Investimento em empresa que já investiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa positivo.
	Financiamento de aquisições ( <i>acquisition finance</i> )	Aporte de capital para expansão por meio da aquisição de outras empresas.
	Tomada de controle pelos executivos ( <i>management buyout</i> )	Aporte de capital para financiar uma equipe de gestores, da própria empresa ou externos, que objetivam adquirir o controle de uma empresa.
	Estágio pré-emissão ( <i>bridge finance</i> )	Aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em prazo de até dois anos. Também pode envolver a reestruturação de posições acionárias de grandes acionistas.
	Recuperação empresarial ( <i>turnaround</i> )	Financiamento para empresa com dificuldade operacional e/ou financeira quando existe possibilidade de recuperação.
	Mezanino	Investimentos em companhias em estágios avançados de desenvolvimento por meio de dívidas subordinadas.
	PIPES ( <i>Private Investment in Public Equity</i> )	Aporte em ações pouca líquidas de empresas listadas em bolsa de valores.

QUADRO 3 – DESCRIÇÃO DAS MODALIDADES DE INVESTIMENTO CONFORME ESTÁGIO DAS EMPRESAS INVESTIDAS QUANDO DO PRIMEIRO APORTE DE PE/VC

Fonte: Adaptado de Carvalho, Ribeiro, Furtado, 2006.

Uma característica comum existente no investimento em qualquer estágio apontado anteriormente está relacionada ao fato de que tratam-se de participações privadas de longo prazo de maturação, realizadas em empresas de capital fechado ou aberto, aliada a um processo de participação na gestão do negócio ou de seu monitoramento. Outra importante característica desse investimento é sua orientação para a “saída” em prazos longos, também conhecido como desinvestimento. (LOPES E FURTADO, 2006)

Nesta lógica, geralmente, os investidores alocam seus recursos em novos negócios colaborando com equipe de administração (gestores) até o momento em que a investida está pronta para abrir seu capital, isto é, vender ações para o público e buscar novas oportunidades (BODIE E MERTON, 1999).

Ao financiarem projetos na modalidade de PE/VC os investidores se valem de práticas sofisticadas de seleção, governança e monitoramento, o que os diferem dos demais investidores típicos do mercado acionários. Esses tendem a participar mais da gestão das empresas, influenciando a tomada de decisão e estratégias,

conseguindo assim mitigar os riscos e influenciar a probabilidade de sucesso e saída do negócio (SAHLMAN, 1990).

A seguir serão destacadas pesquisas relacionadas à temática PE/VC encontradas na literatura internacional e nacional:

Aizenman e Kenfal (2008) documentaram um grande aumento na proporção do volume de negócios com PE/VC em todo o mundo, concluindo que houve um incremento de 15% no início de 1990 para mais de 40% em 2007, porém, eles destacaram que este tema não tem recebido muita atenção da comunidade acadêmica.

Meggison e Weiss (1991), analisando o ambiente americano, concluíram que a presença do PE/VC nas empresas diminui os custos de abertura de capital, contribuindo para maximizar o resultado. Além disso, estes autores apuraram que os investidores vendem uma parcela significativa das suas participações na empresa após a abertura de capital em bolsa de valores.

Demiroglu e James (2010) ao pesquisarem uma amostra com 180 ofertas públicas e privadas de LBO<sup>9</sup>s nos EUA durante o período de jan/1997 a ago/ 2007 encontraram entre outros resultados, evidências que sugerem que a reputação dos Fundos de Private Equity reduzem custos de agência nas operações de LBO's.

Tappeiner et al (2012) aplicando metodologia qualitativa, analisaram 21 (vinte e uma) empresas familiares alemãs que passaram por investimento na modalidade PEVC, concluíram que para algumas destas empresas os efeitos da presença de PEVC são: aumento de recursos gerenciais que proporcionam melhores práticas de governança de governança corporativa, preparação para a oferta pública de ações (OPA) e internacionalização dos negócios.

---

<sup>9</sup> Leveraged buyouts (LBO) é um termo utilizado para as operações de aquisições de controle acionário através de emissão de dívida (Rossi, 2010).

Leed & Sunderland (2003) levantam a hipótese que o modelo de PE/VC que funcionou com sucesso nos Estados Unidos, primeiro, e depois na Europa, pode não funcionar a contento em outras partes do mundo. Para esses autores, três seriam os fatores que inibiriam a evolução do modelo de PE/VC em países em desenvolvimento: 1) os baixos níveis de governança corporativa; 2) a debilidade do sistema legal em fazer valer os contratos; e 3) mercados de capitais incipientes.

Dawson (2011) pesquisou 41 (quarenta e um) analistas de 35 (trinta e cinco) empresas que participam de investimentos na modalidade PEVC na Itália e concluiu que estes consideram que a presença de PE/VC representa uma vantagem competitiva para a empresa investida.

Beuselinck et al (2009) analisaram a relação entre qualidade dos lucros e a presença de investidores de *Private Equity* em uma amostra contendo empresas belgas, onde foi constatado o aumento da oportunidade do reconhecimento de perdas na comparação com empresas não investidas.

No Brasil, Ribeiro (2005) conduziu um estudo empírico com 65 (sessenta e cinco) organizações gestoras de PE/VC no Brasil e identificou similaridades e diferenças entre o modelo brasileiro de PE/VC e o americano, com destaque para os seguintes pontos em comum: predomínio das organizações independentes na gestão de investidores institucionais e a proximidade dos investimentos à empresas relacionadas às organizações gestoras.

Comodo (2009) realizou uma análise comparativa dos modelos brasileiro e americano, ilustrando por meio de casos reais alguns dos estilos mais comuns de gestão na indústria de PE/VC, concluindo que no Brasil os investimentos geralmente ocorrem por meio de capital próprio com a entrada efetiva do investidor/comprador na companhia e estes por sua vez, são conhecidos como “Investidores Intervencionistas”, pois atuam de forma bem oportunista, pautado pelo crescimento orgânico da instituição adquirida.

Sonoda (2008) aplicando metodologia consagrada por Meggison e Weiss (1991), evidenciou que a presença de PE/VC influencia o *underpricing*<sup>10</sup> nas ofertas públicas iniciais das ações no mercado brasileiro.

Offa (2005) analisou os contratos financeiros entre empreendedores e gestores de fundos de PE/VC e constatou que no Brasil o processo de contratação financeira para as operações está baseado no Acordo de Acionistas, sendo este o principal instrumento contratual para regular a relação entre fundos gestores e empresas investidas, apurou também que os direitos previstos nos contratos com Ações Preferenciais Conversíveis no mercado norte-americano podem ser assegurados no Brasil, quase em sua totalidade, via Acordos de Acionistas, desde que previamente acordados entre as partes.

Apesar disto, Santos (2008) investigou que uma das características dos investimentos na modalidade PE/VC é o caráter incompleto dos contratos financeiros das operações, que deixam espaço para as incertezas características dessas operações, o que, conseqüentemente, as torna de maior risco. O que não implica dizer que elas sejam menos atrativas, uma vez que os riscos advindos da natureza assimétrica das informações relevantes à tomada das decisões de investimentos e das decisões operacionais; por outro lado, podem propiciar retornos excepcionalmente altos, compensando em muito os riscos assumidos no momento da contratação.

Para Ramalho et al (2012, p.231),

“A governança é um aspecto essencial e presente em todo o ciclo de PE/VC após o investimento, tanto entre a organização gestora (GP) e o investidor (LP), quanto entre a organização gestora e as empresas investidas.”

Desta forma, corroborando com as observações apontadas por Ramalho et al (2012), no tópico a seguir, será discutida a relação entre a informatividade da contabilidade e a presença do PE/VC, observando os aspectos atinentes à teoria de agência, custos de agência, conflitos de interesses e assimetria de informações.

---

<sup>10</sup> Termo empregado por Comodo (2009, p.15) para definir a diferença ao final do primeiro dia de negociação entre o preço de fechamento e o preço de oferta de uma ação na oferta pública de ações.

## 2.3 INFORMATIVIDADE DA CONTABILIDADE E PE/VC

Este tópico dedica-se ao desenvolvimento do referencial teórico que servirá de sustentação para a relação entre informatividade da contabilidade e a presença de PE/VC, discutindo temas que fundamentam essa relação.

### 2.3.1 Teoria de agência e custos de agência

A Teoria de Agência foi formalizada no artigo seminal de Jensen e Meckling (1976) e representa uma das principais teorias de finanças, sendo considerada a principal abordagem formal para a governança corporativa (SAITO E SILVEIRA, 2008).

Para Jensen e Meckling<sup>11</sup> (1976, p. 308) o relacionamento de agência é

“um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal (s)) se envolver outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço em seu nome, que envolve a delegação de alguma autoridade de tomada de decisão para o agente.”

No ambiente de PEVC, Lopes e Furtado (2006), mencionam que a relação entre os investidores e os gestores de recursos é feita em bases contratuais que procuram garantir o alinhamento de interesses. O objetivo central é estabelecer um contrato dentro do qual os interesses dos investidores estejam alinhados com os interesses dos gestores mitigando os incentivos para que os gestores, ou vice-versa, venham a se beneficiar sem que os investidores tenham a respectiva contraparte.

Assim, tal contrato formalizado com o intuito de monitorar as atividades desempenhadas pelos gestores, incorrerá nos seguintes custos de agência, mencionados por Jensen e Meckling (1976, p. 308), apud Saito e Silveira, (2008, p. 80):

---

<sup>11</sup> *We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.*

- custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
- gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele;
- perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.”

Para reduzir os custos de agência incorridos nos relacionamentos dos diferentes stakeholders<sup>12</sup>, adota-se um “sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle”, conhecido por Governança Corporativa (IBGC, 2009, p. 19).

### **2.3.2 Governança corporativa**

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009, p.19), os princípios básicos da Governança Corporativa são:

“Transparência: Mais do que a obrigação de informar é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor

Equidade: Caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders). Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.

Prestação de Contas (accountability): Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões.

Responsabilidade Corporativa: Os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.”

A estrutura de propriedade com forte concentração de votos (ações ordinárias) e alto índice de emissões de ações sem direito a voto (preferenciais); empresas controladas por famílias; e a presença de acionistas minoritários pouco ativos, são

---

<sup>12</sup> Qualquer pessoa, entidade ou sistema que afeta ou é afetada(o) pelas atividades de uma organização. Partes interessadas (IBGC, 2009)

os principais mecanismos determinantes do modelo de governança corporativa brasileiro apontado no estudo conduzido pela KPMG e FIPECAFI (2008).

Em dezembro de 2000 a Bolsa de valores de São Paulo, atual BM&FBovespa, lançou segmentos especiais de listagem das empresas, “desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.”

Com isso, foram criados os níveis diferenciados de governança corporativa, para adesão voluntária das empresas listadas na Bolsa, basicamente com as seguintes regras:

	<b>Novo Mercado</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 1</b>
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float		
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária		
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)		Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação

Quadro 4: Comparativo dos segmentos de listagem na BM&FBovespa

Fonte: adaptado do site da BM&FBovespa

Quando uma empresa adota um nível de governança corporativa da BM&FBovespa, automaticamente, passa a utilizar mecanismos mais rígidos de gestão, protegendo os interesses dos acionistas minoritários, tal característica é igualmente esperada pelos investidores de PE/VC.

Sarlo Neto (2009, p. 104) relata que

“a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a informatividade dos lucros contábeis eleva o *enforcement*<sup>13</sup> adotado pelas empresas, provocando a minimização dos efeitos da estrutura de propriedade sobre a informatividade.”

Na atividade de PE/VC, a relevância da Governança Corporativa é evidente, principalmente devido aos altos riscos envolvidos neste tipo de investimento, a grande assimetria de informação, e ao impacto causado pelas organizações gestoras nas operações das empresas investidas (RAMALHO *et al*, 2012).

### 2.3.3 Assimetria de informações

A assimetria de informações citada por Ramalho et al (2012) foi um fenômeno inicialmente analisado por Akerlof (1970), ilustrando a diferença de informações entre vendedores e compradores de carros usados no mercado americano, e transportado para o mercado financeiro, segundo o qual alguns agentes econômicos têm mais informações do que outros.

Lopes e Martins (2005) apontam que nos mercados financeiros, investidores e administradores possuem informações assimétricas, assim como agentes econômicos sofisticados, normalmente ligados a investidores institucionais (fundos de PEVC), possuem informações mais completas e precisas do que investidores individuais que não possuem recursos para investir na aquisição da informação.

Neste contexto, Bushman et al. (2000) apud Lopes e Martins (2005 p. 9) mencionam

“que a contabilidade funciona como um mecanismo de redução da assimetria de informação e de conflitos, de forma que modelos contábeis mais fracos fazem com que as empresas adotem outros mecanismos de *governance corporative* para controlar as ações dos administradores que não seriam necessárias com modelos contábeis mais informativos. Nesse sentido, verifica-se o quanto é ampla a influência da qualidade dos padrões contábeis nos mecanismos de gestão e controle das empresas por acionistas e outros interessados no desempenho da empresa.

---

<sup>13</sup> O efeito cumprimento (*enforcement*) será tratado no tópico 2.3.4 desta pesquisa.

Ribeiro e Almeida (2005, p.58) relataram que :

“Devido ao papel de certificador da qualidade das empresas que oferecem, VCs também conseguem reduzir o *underpricing* (MEGGINSON e WEISS, 1991). E esse efeito é tão maior quanto a experiência do VC (BARRY et al., 1990). A explicação para isso está na confiança que investidores depositam em VCs que

realizam, ou pretendem realizar, IPOs de forma recorrente no mercado e que, por isso, não têm incentivo para agir oportunisticamente. De qualquer forma, o VC não se beneficiaria diretamente de uma superestimação do preço, uma vez que o período de lockup o impediria de vender suas ações no curto prazo.

O lockup, período entre o início do IPO e o momento em que o VC inicia sua saída total, é importante tanto para cumprir determinações legais quanto para evitar reações adversas do mercado, devido à existência de assimetria informacional entre o novo e o antigo investidor. Saídas rápidas poderiam gerar suspeita de má qualidade do empreendimento, sinalizando superestimação do preço da ação. Dado que oportunidades de realização de IPOs são cíclicas e dependem do ânimo do mercado acionário, esse período representa risco adicional para o VC.”

Portanto, investimentos na modalidade PE/VC devem ser pautados por boas práticas de governança e gestão. Uma das características desta modalidade são os resultados potenciais justamente gerados pela quebra de assimetria informacional realizada nos investimentos privados e no potencial de mitigar conflitos de agência importantes, ou seja, se a estrutura de PE/VC possuir conflitos de gestão muito sérios os mesmos problemas comuns em investimentos tradicionais voltarão a ocorrer. (LOPES E FURTADO, 2006)

#### **2.3.4 O efeito *enforcement* e a informatividade dos lucros**

A forma de participação dos fundos de PE/VC no controle das companhias sofre variações entre os diferentes sistemas jurídicos. O estudo realizado por Lerner e Schoar (2005), argumenta que países com sistemas jurídicos oriundos do *common law*<sup>14</sup> possuem melhores índices de proteção ao investidor, em decorrência de maiores indicadores de *enforcement*, quando comparados com países *code law*.

Em países com sistema jurídico *code law*, Lerner e Schoar (2005) concluíram que os fundos de PE/VC obtêm o controle da sociedade através da participação majoritária e compõem a maioria do conselho de administração.

<sup>14</sup> Direito consuetudinário é o direito que se desenvolveu em certos países por meio das decisões dos tribunais, e não mediante atos legislativos ou executivos.

Tal constatação foi refutada por Silva (2010) ao analisar o controle acionário das companhias com investimentos de fundos de PE/VC que passaram por Oferta Pública de Ações na BM&FBovespa, concluindo que a maioria (81,57%) das empresas analisadas possuem de Acordo de Acionista.

O termo *enforcement* é utilizado para definir o efeito cumprimento (*enforcement*), que consiste na capacidade que o sistema jurídico de um mercado possui de fazer cumprir os direitos dos acionistas minoritários (SARLO NETO, 2009).

No ambiente contábil, o efeito *enforcement* é avaliado de forma positiva, pois um maior efeito *enforcement* é representado por um maior número de normas ou instrumentos dedicados a proteção de investidores. Portanto, o aumento do efeito *enforcement* pode provocar um incremento da informatividade dos lucros contábeis (vide figura 2). Essa afirmação é condizente com as evidências encontradas por La Porta *et al.* (1998) e Ball, Kothari e Robin (2000), apud SARLO NETO, RODRIGUES E ALMEIDA (2011).

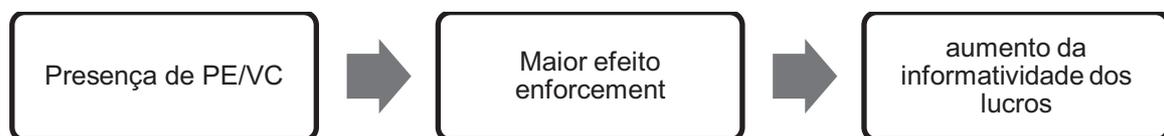


Figura 2: Relação entre PE/VC e informatividade dos lucros contábeis

De maneira análoga, um padrão maior de governança corporativa, contribui positivamente para a contabilidade. Isto foi pesquisado por Klein (2002) no mercado americano, ao analisar as mudanças de regras contábeis impostas pela *Security Exchange Commission* (SEC) às empresas que negociavam ações nas bolsas americanas (NYSE e Nasdaq), onde os resultados encontrados sugerem que a adoção de práticas rígidas de governança corporativa podem contribuir para o monitoramento mais efetivo dos administradores, conseqüentemente, aumentando a informatividade dos lucros (SARLO NETO, 2009).

No Brasil, Terra e Lima (2006), através de um estudo de eventos, verificaram se a divulgação das informações contidas nas demonstrações financeiras, anuais e trimestrais, das empresas de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) afeta igualmente as empresas em geral e aquelas com sinalizadores diferenciados de boas práticas de governança corporativa. Os autores encontraram resultados que não conseguiram gerar evidências sobre diferenças entre os retornos anormais das empresas que aderiram a algum nível de governança corporativa e os retornos anormais daquelas que não aderiram. Entretanto a pesquisa conduzida por esses autores apontou que o resultado não conclusivo teria relação com o número reduzido de observações da amostra utilizada no trabalho.

Portanto, o efeito *enforcement*, que pode ser observado pela presença do acordo de acionistas e/ou pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa poderá conferir um impacto positivo à contabilidade, provavelmente neutralizando o efeito entrenchamento provocado pela concentração de votos (SARLO NETO, 2009; SARLO NETO, RODRIGUES E ALMEIDA, 2011).

### 3 METODOLOGIA

Este capítulo tem como objetivo descrever a abordagem metodológica utilizada na condução do estudo, apresentando uma descrição breve da caracterização da metodologia, classificação da pesquisa, técnicas e os procedimentos utilizados nas etapas do trabalho.

#### 3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

A pesquisa encontra-se amparada sob a tradição positiva, conforme definição de Ludícibus e Lopes (2005, p.18), “pois procura explicar e predizer determinados fenômenos”.

Como este estudo investiga a relação de duas variáveis: informatividade do lucro contábil e presença de PEVC, a abordagem segundo Martins (2002) é classificada como empírico-analítica.

A pesquisa buscou identificar fatores que determinaram ou contribuíram para ocorrência dos fenômenos, o que conforme Gil (2002) a classifica como explicativa, baseando-se em fatos já acontecidos, não manipuláveis, portanto, os procedimentos foram *ex-post-facto*.

#### 3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA DO TRABALHO

Os dados necessários para a elaboração da pesquisa foram extraídos das seguintes fontes de informação: *software* econômica® e prospectos de emissão pública de ações disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários.

Como a pesquisa foi direcionada ao mercado acionário brasileiro, a população foi composta por ações de empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) durante o período de janeiro de 2004 a dezembro de 2011, tais empresas fornecem ao público informações necessárias para a aplicação dos

modelos estatísticos escolhidos neste estudo. Partindo desta população, foram adotados alguns procedimentos e tratamentos que resultaram em uma amostra.

Durante o período analisado foram identificados um total de 123 (cento e vinte e três) empresas não financeiras<sup>15</sup> ofertantes de ações, sendo que 47 (quarenta e sete) possuíam investimentos caracterizados como PE/VC.

Na tabela 3 é apresentada a distribuição ao longo dos anos, onde se percebe uma elevação do percentual de oferta de ações com investimento de PE/VC nos últimos anos.

**Tabela 3 – Distribuição das ofertas com e sem presença de PE/VC**

Ano	Total de Empresas	Com Investimento em PEVC		Sem Investimento em PEVC	
	Nº de empresas	Nº de empresas	% do total	Nº de empresas	% do total
2011	11	7	64	4	36
2010	10	6	60	4	40
2009	5	3	60	3	40
2008	4	2	50	2	50
2007	53	16	30	39	70
2006	26	8	31	18	69
2005	8	2	25	6	75
2004	6	3	50	4	50

A amostra final foi construída a partir das seguintes etapas demonstradas na tabela 4:

**Tabela 4 – Etapas para definição da base de dados e seu tratamento**

<b>Base inicial utilizada - 8 anos e 675 firmas</b>	<b>5.401</b>
(-) Exclusão das instituições financeiras (66 empresas)	(536)
(-) Células vazias encontradas em retorno anormal e lucro líquido ajustado	(3.124)
<b>(=) Subtotal</b>	<b>1.741</b>
(-) Exclusão das observações com liquidez abaixo de 0,001 calculado pelo Economática®, conforme Silveira (2004, p. 109).	(564)
<b>(=) Amostra utilizada</b>	<b>1.177</b>

Após coletada as informações foram winsorizadas as variáveis Retorno Anormal (RA), Lucro Líquido Ajustado (LLA), Tamanho (TAM), Market-to-Book (MTB),

<sup>15</sup> A exclusão das empresas financeiras segue orientações de trabalhos semelhantes na literatura nacional e internacional, pois essas instituições atuam em um mercado fortemente regulado com tratamento contábil distinto das demais empresas (HOCHBERG, 2012).

Endividamento (END) e Variação do Lucro Líquido Ajustado ( $\Delta$ LLA), no limite inferior de 2% e superior de 98%, tal procedimento consiste em “aparar os valores extremos (acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos), substituindo-se pelos valores menores e maiores remanescentes na distribuição”(SILVEIRA, SAVOIA, BELLATO, 2006, p. 16).

### 3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Nesta sessão serão apresentadas as variáveis utilizadas nos dois modelos de informatividade dos lucros adotados neste estudo. Tais modelos foram aplicados em suas pesquisas originais e ajustados para atender ao propósito desta pesquisa.

#### 3.3.1 Variáveis dependentes e independentes

Retorno Anormal (RA): Utilizado como medida para apurar o excesso de retorno da empresa em relação ao mercado em determinado período, tal procedimento foi adotado anteriormente por Sarlo Neto (2009).

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - RIBOV_t$$

Sendo que,  $RA_{i,t}$  é o retorno anormal da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $R_{i,t}$  é o retorno da ação da empresa  $i$  no período  $t$  (calculado pela diferença entre o preço da ação em  $t$  e  $t-1$ , dividido pelo preço em  $t-1$ ) e  $RIBOV_t$  é o retorno do mercado para o período  $t$ , calculado pela variação do Ibovespa do período  $t$  para  $t-1$  dividido pelo índice em  $t-1$ .

Lucro Líquido Ajustado (LLA): representa o lucro líquido da empresa divulgado no exercício ajustado pelo valor de mercado da empresa no ano anterior.

$$LLA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{VM_{i,t-1}}$$

Onde,  $LLA_{i,t}$  é o lucro líquido ajustado da ação da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $LL_{i,t}$  é o lucro líquido da empresa  $i$  no ano  $t$ ; e o  $VM_{i,t-1}$  é o valor de mercado da empresa  $i$  no ano  $t-1$ .

### 3.3.2 Variáveis de Controle

Com o intuito de isolar os seus efeitos sobre a variável dependente e tomando como base estudos anteriores conduzidos por Sarlo Neto (2009) e Almeida (2010), foram selecionadas as seguintes variáveis de controle:

1. Tamanho (TAM): adotada como uma proxy do tamanho da empresa o logaritmo natural do valor de mercado da empresa:

$$TAM_{i,t} = \ln(VM_{i,t})$$

Em que TAM<sub>i,t</sub> é o tamanho da empresa i no ano t; ln(VM<sub>i,t</sub>) é logaritmo natural do valor de mercado i no período t.

2. Market-to-Book (MTB): relação entre o valor de mercado (VM) dos ativos divididos pelo valor contábil do patrimônio líquido (PL).

$$MTB_{i,t} = \frac{VM_{i,t}}{PL_{i,t}}$$

Em que, MTB<sub>i,t</sub> é o Market-to-Book da empresa i no ano t; VM<sub>i,t</sub> é o valor de mercado da empresa i no ano t; e PL<sub>i,t</sub> é o valor contábil do patrimônio líquido da empresa i no ano t.

3. Endividamento (END): relação entre capital de terceiros e passivo total, apurados a partir das informações contidas no Balanço Patrimonial da empresa.

$$END_{i,t} = \frac{CT_{i,t}}{PT_{i,t}}$$

Em que END<sub>i,t</sub> é o endividamento empresa i no ano t; CT<sub>i,t</sub> é capital de terceiros da empresa i no ano t; e PT<sub>i,t</sub> é o passivo total da empresa i no ano t.

4. Perdas (NEG): representando uma variável binária que assume valor igual a 1 (um) quando o resultado contábil é negativo (prejuízo) e assume 0 (zero) caso contrário.

5. Ano (dy): representado por um conjunto de variáveis binárias que assume valor igual a 1 (um) para determinado ano e 0 (zero) para os outros anos da amostra.

### 3.4 BASE DE DADOS

As informações utilizadas na base de dados foram coletadas no sistema de informações Economática®, nos sites da BM&FBOVESPA e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), considerando as seguintes informações para o cálculo das variáveis:

**Lucro líquido (LL):** lucro líquido contábil de cada empresa em cada exercício;

**GOV:** coletados no site da BM&FBovespa observando as datas de adesão e participação no Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1.

**Preço das ações:** preço diário de fechamento.

**Presença de PEVC:** foi levantada a presença de PEVC através da consulta ao controle acionário disponível nos prospectos de abertura de capital de empresas na BM&FBOVESPA durante o período de janeiro de 2004 a dezembro de 2011.

**Valor de Mercado (VM):** representando preço das ações no mercado à vista multiplicado pelo número total de ações.

$$VM_{i,t} = P_{i,t} \cdot NUM_{i,t} .$$

Em que  $(VM_{i,t})$  é o valor de mercado da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $(P_{i,t})$  é o preço das ações da empresa  $i$  no ano  $t$  com base no fechamento do dia 31/12; e  $NUM_{i,t}$  é o número total de ações em circulação da empresa  $i$  no ano  $t$ .

### 3.5 MODELO ESTATÍSTICO

Partindo da hipótese elaborada e tomando como base os trabalhos de Sarlo Neto (2009) e Cohen e Langberg (2009), adotou-se o seguinte modelo de relação linear entre as variáveis:

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 LLA_{it} * PEVC_{it} + \sum_j^k \mu_j * LLA_{i,t} * VC_{i,t}^j + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

Onde:

$RA_{it}$  = retorno da ação da empresa  $i$  no período  $t$  (Retorno anormal)

$LLA_{it}$  = variável independente da informação contábil da empresa  $i$  no período  $t$  (Lucro Líquido Ajustado)

$PEVC_{i,t}$  = variável independente representada por uma dummy que assume o valor 1 (um) se a empresa  $i$  recebeu financiamento na modalidade PE/VC antes da abertura de capital e 0 (zero) caso contrário. Nos anos posteriores a abertura de capital, a empresa investida por PE/VC receberá o valor 1.

$VC_{i,t}^j$  = variáveis de controle  $j$ , de um total de  $k$  variáveis, para a empresa  $i$  no período  $t$ : TAM (tamanho), MTB (market-to-book), END (endividamento) ou NEG (dummy para prejuízos contábeis).

$\varepsilon_{it}$  = erro aleatório para a empresa  $i$  no período  $t$ .

O modelo 3.2 parte do pressuposto de que a mensuração da informatividade dos lucros está condicionada à influência de PE/VC. Tal condição é descrita pela variável multiplicativa ( $LLA * PEVC$ ). Esta abordagem foi adotada em pesquisas anteriores

realizadas por e Cohen e Langberg (2009) no mercado americano e por Sarlo Neto (2009) no ambiente brasileiro, considerando cada um dos citados autores as particularidades de suas pesquisas.

Neste modelo (3.2), o parâmetro  $\beta_2$  representa o grau da relação entre o retorno da ação ( $RA_{it}$ ) e a informação contábil ( $LLA_{it}$ ), ou seja, a informatividade controlada pela variável presença de financiamento na modalidade ( $PEVC_{i,t}$ ). Se o valor encontrado para  $\beta_2$  for positivo e estatisticamente significativo, será uma indicação de que a presença de PE/VC aumenta a informatividade dos lucros. Caso contrário, se o valor estimado for negativo, e estatisticamente significativo, representará a redução da informatividade.

Com intuito de investigar se adesão às práticas diferenciadas de governança corporativa aumentam a influência do PE/VC sobre a informatividade dos lucros contábeis, optou-se pela construção do modelo 3.3 abaixo:

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 LLA_{it} * PEVC_{it} + \beta_3 LLA_{it} * GOV_{it} + \beta_4 LLA_{it} * PEVC_{it} * GOV_{it} + \sum_j^k \mu_j * LLA_{i,t} * VC_{i,t}^j + \varepsilon_{it} \quad (3.3)$$

Onde:

$RA_{it}$  = retorno da ação da empresa i no período t (Retorno anormal)

$LLA_{it}$  = variável independente da informação contábil da empresa i no período t (Lucro Líquido Ajustado)

$PEVC_{i,t}$  = variável independente representada por uma dummy que assume o valor 1 (um) se a empresa i recebeu financiamento na modalidade PE/VC antes da abertura de capital e 0 (zero) caso contrário. Nos anos posteriores a abertura de capital, a empresa investida por PE/VC receberá o valor 1.

$GOV_{it}$  = variável independente representada por uma dummy que assume o valor 1 (um) se a empresa i está enquadrada em qualquer um dos níveis de governança e 0 (zero) caso contrário.

$VC_{i,t}^j$  = variáveis de controle j, de um total de k variáveis, para a empresa i no período t: TAM (tamanho), MTB (market-to-book), END (endividamento) ou NEG (*dummy* para prejuízos contábeis).

$\varepsilon_{it}$  = erro aleatório para a empresa i no período t.

O que se espera no modelo 3.3 é verificar se o resultado do coeficiente  $\beta_3$  possui significância estatística, pois neste caso, será constatado que a adoção de prática de governança corporativa impacta na influência de PE/VC sobre a informatividade dos lucros.

No modelo (3.3), o parâmetro  $\beta_4$  representa o grau da relação entre o retorno da ação ( $RA_{it}$ ) e a informação contábil ( $LLA_{it}$ ), ou seja, a informatividade controlada pela variável presença de financiamento na modalidade ( $PEVC_{i,t}$ ) interagindo em conjunto com a adesão a qualquer nível de governança ( $Gov_{it}$ ). Se o valor encontrado para  $\beta_4$  for positivo e estatisticamente significativo, será uma indicação de que o efeito conjunto das variáveis (PE/VC e GOV) aumenta a informatividade dos lucros. Caso contrário, se o valor estimado for negativo, e estatisticamente significativo, representará a redução da informatividade.

Complementando a análise, foram inseridas as variáveis de controle consagradas nos estudos internacionais com a intenção de isolar os efeitos destas sobre a relação entre a variável dependente ( $RA_{it}$ ) e independente ( $LLA_{it}$ ).

Por fim, variáveis *dummy* para cada ano foram utilizadas para excluir qualquer evento macroeconômico que possa afetar a relação entre a variável dependente ( $RA_{it}$ ) e independente ( $LLA_{it}$ ).

### 3.6 CONSIDERAÇÕES ECONOMETRICAS

Neste estudo foi constituída uma amostra em um conjunto de dados em painel, onde os elementos estão dispostos em duas dimensões (temporais e em corte). Na

coleta destes dados é possível acompanhar a mesma empresa ao longo do tempo (Wooldridge, 2002)

Como os números de observações são diferentes em cada unidade de tempo (ano), o painel apresentado neste estudo está desequilibrado (GUJARATI, 2006).

Para Gujarati (2006, p. 514), os dados em painel apresentam as seguintes vantagens em relação aos recortes temporais e transversais:

- “(i) técnicas de estimação em painel podem levar em conta explicitamente variáveis individuais específicas;
- (ii) ao combinar séries temporais com cortes transversais, os dados em painel proporcionam dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis;
- (iii) dados em painel são mais adequados ao estudo da dinâmica da mudança; períodos de desemprego, rotatividade no emprego e mobilidade da mão de obra são melhor estudados;
- (iv) dados em painel podem detectar e medir efeitos melhor do que quando a observação é feita por meio de corte transversal puro ou série temporal;
- (v) dados em painel permitem estudar modelos comportamentais mais complexos, tais como mudanças tecnológicas, de forma mais eficiente que as séries temporais ou os cortes transversais;
- (vi) ao tornar disponível uma quantidade de dados maior, pode-se, com os dados em painel, minimizar o vieses que ocorreriam da agregação de amostras em grandes conjuntos”.

Considerando a característica da amostra de trabalho, será aplicado modelo de regressão para examinar a hipótese apresentada, tendo como base as três abordagens reconhecidas pela literatura para dados em painel:

- I – POLS (*pooled ordinary least squares*) – dados em painel com efeito combinado;
- II – Dados em painel com efeitos fixos (*fixed effects*); e
- III – Dados em painel com efeitos aleatórios (*random effects*).

A primeira apoia-se na avaliação de que o coeficiente de uma variável explicativa é igual para todas as observações ao longo do tempo. De modo contrário, Efeitos Fixos considera as modificações em cada observação ao longo do tempo. Os Efeitos Aleatórios refletem as diferenças individuais do intercepto de cada observação no termo do erro. (FÁVERO, 2009)

Para determinar qual abordagem se adapta melhor ao estudo, são realizados alguns testes consagrados na literatura sobre o tema, tais como:

- a) Teste de Breusch-Pagan para escolha mais adequada entre Pols e Efeitos aleatórios: analisa a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais, se iguais a zero ( $\text{Var}(u) = 0$ ), indica que o modelo adequado é o Pols, caso contrário, é adequado utilizar a abordagem para efeitos aleatórios.
  
- b) Teste de Hausman para escolha mais adequada entre Efeitos Fixos e Efeitos aleatórios: analisa se o modelo de correção dos erros é adequado ou não. Quando confirmado, é adequado utilizar o modelo de Efeitos Aleatórios, caso contrário será utilizado o Efeito Fixo.
  
- c) Teste de Chow para escolha mais adequada entre a abordagem Pols ou Efeitos Fixos: Exame F para avaliação dos interceptos dos cortes transversais. Se os resultados forem iguais o modelo apropriado é o Pols, se distinto, o melhor modelo é o de Efeitos Fixos.

Para definir qual a abordagem a ser utilizada nesta pesquisa, com auxílio *software* estatístico foi efetuado inicialmente o teste de Breusch-Pagan para analisar a adequação dos parâmetros do modelo para efeitos aleatórios com base na análise dos resíduos do modelo Pooled (POLS). Desta forma, foram testadas as seguintes hipóteses:

H<sup>0</sup>: a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero (POLS)

H<sup>1</sup>: a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)

O resultado encontrado confirma a hipótese nula a um nível de significância de 10%, indicando que a abordagem POLS é mais indicada para o modelo. Tal resultado foi obtido na aplicação de todos os modelos utilizados na conclusão desta dissertação.

### 3.7 RESULTADOS ESPERADOS

Tendo como base o referencial teórico - conforme destacado no item: 2.3.4 O efeito *enforcement* e a informatividade dos lucros; espera-se que a presença de PE/VC proporcionará um maior *enforcement* das empresas, acarretando a uma maior informatividade dos lucros contábeis, o mesmo resultado é esperado para a utilização de práticas de governança corporativa, o incremento da informatividade será representado pelos sinais positivos dos coeficientes ( $\beta$ ).

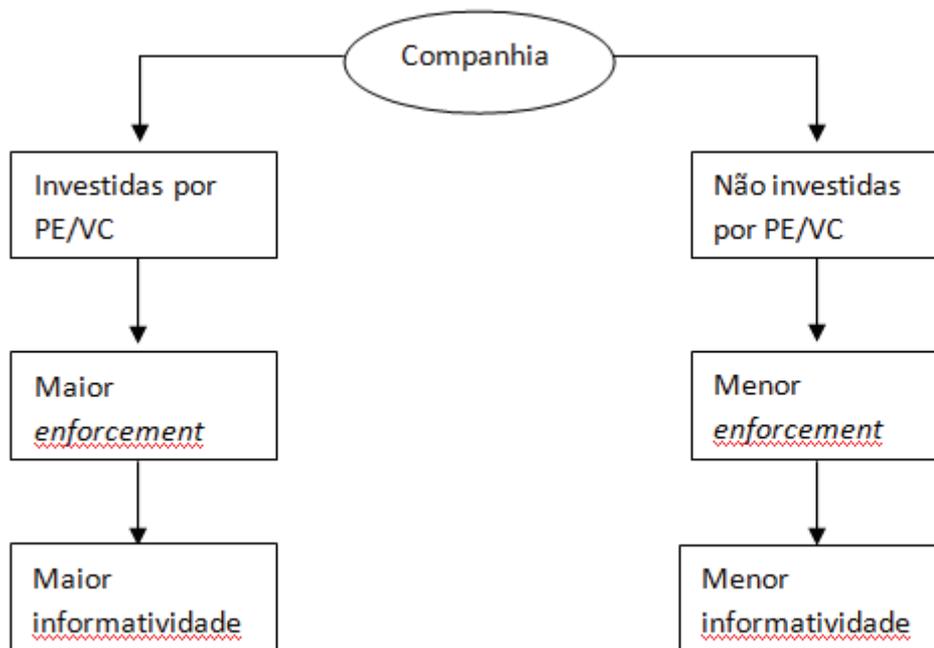


Figura 3: Investimento PE/VC, efeito enforcement e informatividade dos lucros contábeis

## 4 RESULTADOS ENCONTRADOS

Este capítulo tem como objetivo apresentar os resultados desenvolvidos no trabalho, demonstrando as observações do modelo com a estatística descritiva, correlação das variáveis e resultados das regressões.

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA E CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

Tendo como base os dados extraídos das fontes citadas na plataforma teórica e na metodologia da pesquisa, segue abaixo a estatística descritiva contendo algumas características das variáveis de interesse utilizadas no modelo:

**Tabela 5 - Estatística Descritiva**

	<b>Média</b>	<b>Desvio padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
<b>RA</b>	0,1978	0,8479	-1,0909	4,2063
<b>LLA</b>	-0,0786	0,7721	-5,9394	0,4946
<b>PEVC</b>	0,0883	0,2839	0	1
<b>GOV</b>	0,5471	0,4979	0	1
<b>TAM</b>	14,1906	1,9761	8,9063	18,9595
<b>MTB</b>	2,2240	3,3903	-7,7623	21,3278
<b>END</b>	0,9238	2,0395	0,1038	18,5116
<b>NEG</b>	0,1945	0,3960	0	1

Com o objetivo de investigar a força e a direção do relacionamento linear entre variáveis aleatórias foram levantados os coeficientes de Pearson<sup>16</sup>. Os valores apurados na tabela 6 servem como uma referência inicial das relações existentes entre as variáveis pesquisadas.

Destacam-se as relações positivas e significantes entre lucro líquido ajustado (LLA) com a presença de PE/VC e governança (GOV). Porém o retorno anormal (RA) apresentou correlações baixas e não significantes com essas variáveis.

<sup>16</sup> Apura a força relativa de uma relação linear entre duas variáveis. Os valores para estes coeficientes vão de -1 a +1 remetendo, respectivamente, à correlação negativa perfeita e positiva perfeita (Levine *et al.*,2008).

**Tabela 6 - Correlação entre as variáveis**

	RA	LLA	PEVC	GOV	TAM	MTB	END
LLA	-0,0444	1,0000					
PEVC	-0,0090	0,0417	1,0000				
GOV	-0,0327	0,1816*	0,2050*	1,0000			
TAM	-0,0499***	0,4059*	0,0413	0,2680*	1,0000		
MTB	0,0361	0,1178*	0,0490***	0,0318	0,2993*	1,0000	
END	0,0906*	-0,5020*	-0,0561***	-0,1197*	-0,3652*	-0,1157*	1,0000
NEG	-0,0072	-0,4615*	-0,0547***	-0,1781*	-0,4221*	-0,1548*	0,3324*

Notas: (i) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%) e \*\*\*(10%).

A partir do modelo proposto na metodologia, foram preparadas as correlações entre retorno anormal e lucro líquido ajustado com as variáveis de interesse e de controle, destacando a correlação positiva entre LLA.PEVC com LLA.NEG.

**Tabela 7 - Correlação entre as combinações de variáveis**

	RA	LLA	LLA. PEVC	LLA. GOV	LLA.PEVC. GOV	LLA. TAM	LLA. MTB	LLA. END
LLA	-0,0444	1.0000						
LLA.PEVC	0,0397	0,0695**	1.0000					
LLA.GOV	0,0359	0,2139*	0,2968*	1.0000				
LLA.PEVC.GOV	0,0341	0,0653**	0,9411*	0,3164*	1.0000			
LLA.TAM	-0,0393	0,9934*	0,0913*	0,2620*	0,0847*	1.0000		
LLA.MTB	0,0518***	-0,0219	-0,0857*	0,1142*	-0,1289*	-0,0091	1.0000	
LLA.END	-0,1119*	0,7448*	0,0108	0,0865*	0,0100	0,7172*	0,0042	1.0000
LLA.NEG	-0,0428	0,9950*	0,0619**	0,1826*	0,0590**	0,9836*	-0,0361	0,7514*

Notas: (i) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \* (1%), \*\* (5%) e \*\*\* (10%).

Entre os valores estimados deve-se destacar também a correlação do retorno anormal (RA) com as variáveis LLA. MTB e LLA.NEG.

## 4.2 RESULTADOS DOS MODELOS DE REGRESSÃO

Neste item serão analisados os resultados das regressões dos modelos 3.2 e 3.3 que tratam da influência do PE/VC sobre a informatividade dos lucros e a influência do efeito conjunto PE/VC e Governança sobre a informatividade dos lucros contábeis, respectivamente.

#### 4.2.1 Influência da presença de PE/VC sobre a informatividade dos lucros contábeis

Na aplicação inicial do modelo 3.2 (1-a) optou-se por manter no modelo todas as variáveis de controle, sendo observado a um nível de significância de 1% uma relação positiva (0,7137) entre lucro líquido ajustado (LLA) e a presença de PEVC.

No modelo 1-b, foram excluídas as variáveis de controle que não apresentavam significância adequada dos coeficientes, apurando a um nível de significância de 1% uma relação positiva (0,6886) entre LLA e a presença de PEVC.

**Tabela 8 – resultados da aplicação do modelo (3.2)**

Modelo 1 – a

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 LL_{it} * PEVC_{it} + \beta_3 LLA_{it} * TAM_{it} + \beta_4 LLA_{it} * MTB_{it} + \beta_5 LLA_{it} * END_{it} + \beta_6 LLA_{it} * NEG_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 1 - b

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 LL_{it} * PEVC_{it} + \beta_3 LLA_{it} * MTB_{it} + \beta_4 LLA_{it} * END_{it} + \varepsilon_{it}$$

	Variável dependente (retorno anormal)	
	Modelo 1 – a	Modelo 1 – b
CONS	0,2166* (0,0401)	0,1758* (0,0252)
LLA	-0,5712 (0,7838)	0,0933 (0,0718)
LLA*PEVC	0,7137* (0,2392)	0,6886* (0,2150)
<b>Variáveis de controle:</b>		
LLA*TAM	0,0120 (0,0503)	-
LLA*MTB	0,08777** (0,0430)	0,0794** (0,0423)
LLA*END	-0,0206*** (0,0117)	-0,0199** (0,0108)
LLA*NEG	0,5686610 (0,3916)	-
Observações	1.177	1.177
Estatística F	3,65	4,41
Prob. F	0,0014	0,0015
R <sup>2</sup>	0,0226	0,0205

Nota: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\*(10%). (iii) resultados apurados utilizando a abordagem Pooled e correção de erros-padrão de White.

A variável de controle LLA.MTB apresentou valor positivo (0,08777) e significativa a 5%, a outra variável de controle LLA\*END apurou valor negativo (-0,0206) e significativa a 10%, corroborando as observações apontadas pelos estudos conduzidos por na literatura internacional por Collins e Kotthari (1989), e Dhaliwal et al (1991), respectivamente.

#### 4.2.2 Influência do efeito conjunto PE/VC e governança sobre a informatividade dos lucros contábeis

Na aplicação do modelo 3.3 foram mantidas, inicialmente, todas as variáveis de controle (2-a), com isso, o resultado encontrado na variável pesquisada, não apresentou valor estatisticamente significativo, desta maneira, não se pode concluir se o efeito conjunto das variáveis (PE/VC e GOV) aumenta ou reduz a informatividade dos lucros. Tais resultados também foram observados quando exclusão da variável de controle tamanho (2.b).

**Tabela 9 – resultados da aplicação dos modelos (3.3) continua**

Modelo 2 - a

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 LLA_{it} * PEVC_{it} + \beta_3 LLA_{it} * GOV_{it} + \beta_4 LLA_{it} * PEVC_{it} * GOV_{it} + \sum_j^k \mu_j * LLA_{i,t} * VC_{i,t}^j + \varepsilon_{it}$$

Modelo 2 - b

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 LLA_{it} * PEVC_{it} + \beta_3 LLA_{it} * GOV_{it} + \beta_4 LLA_{it} * PEVC_{it} * GOV_{it} + \beta_5 LLA_{it} * MTB_{it} + \beta_6 LLA_{it} * END_{it} + \beta_7 LLA_{it} * NEG_{it} + \varepsilon_{it}$$

	Variável dependente (retorno anormal)	
	Modelo 2 – a	Modelo 2 – b
CONS	0,2189*	0,2188*
	0,0402	(0,0404)
LLA	-0,5231	-0,5045
	(0,7911)	(0,3573)
LLA*PEVC	0,8872	0,8927
	(0,6837)	(0,664)
LLA*GOV	0,1934	0,1961
	(0,1511)	(0,1301)
LLA*PEVC*GOV	-0,3349	-0,3391
	(0,7499)	(0,7417)

continuação

<b>Variáveis de controle:</b>		
LLA*TAM	0,0014 (0,0540)	-
LLA*MTB	0,0828 (0,0447)	0,0829*** (0,0442)
LLA*END	-0,0207 (0,0116)	-0,0208*** (0,0109)
LLA*NEG	0,6205 (0,3895)	0,6158*** (0,3722)
Observações	1.177	1.177
Estatística F	3,27	3.61
Prob. F	0,0011	0,0007
R <sup>2</sup>	0,0234	0,0234

Nota: (i) os valores em parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes; (ii) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\*(10%). (iii) resultados apurados utilizando a abordagem Pooled e correção de erros-padrão de White.

No modelo 2-b, a variável de controle LLA.MTB apresentou valor positivo (0,0829) e significativa a 10%, a outra variável de controle LLA\*END apurou valor negativo (-0,0208) e significativa a 10%, também corroborando as observações apontadas nos estudos citados anteriormente. O resultado apurado na interação LLA\*NEG (0,6158) contradizem os estudos conduzidos por Hayn (1995) que supõe que os prejuízos possuem menor conteúdo informativo.

## 5 CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

Esta pesquisa buscou investigar a influência do PE/VC sobre a informatividade dos lucros contábeis das empresas listadas na BM&FBovespa. As observações foram analisadas tomando como base o fato da presença de PE/VC impactar positivamente na informatividade dos lucros contábeis.

Considerando as evidências empíricas encontradas pela aplicação da metodologia de pesquisa adotada, sobre as observações da amostra, pode-se concluir que a hipótese ( $H_0$ ) de que a informatividade dos lucros contábeis divulgados é positivamente relacionada com a existência de PE/VC foi confirmada.

Além da evidência encontrada, este trabalho também investigou a influência do efeito conjunto PE/VC e Governança Corporativa sobre a informatividade dos lucros contábeis, porém não foi possível gerar evidências conclusivas.

Adicionalmente, este trabalho encontrou evidências de que o mercado brasileiro se comporta de maneira similar a outros mercados, como pode ser observado nas variáveis de controle market-to-book(MTB) e endividamento (END).

Porém nesta pesquisa algumas limitações devem ser consideradas, tais como:

- Abordagem da contabilidade exclusivamente como um instrumento de informação ao mercado;
- As evidências fazem referência à amostra utilizada, não sendo recomendável qualquer tipo de comparação ou generalização com outros trabalhos;
- O foco da pesquisa foi presença de PEVC, informações contábeis e preço das ações. A influência de outros fatores não foi considerada.

Mesmo com essas limitações, é importante frisar que não se trata de um estudo final, porém outros estudos poderiam ser conduzidos a partir das observações contidas nesta pesquisa, tais como:

- Estudar a influência de outros fatores relacionados a estrutura de capitais e a informatividade dos lucros;
- Analisar se o percentual da participação do investidor de PE/VC e os acordos firmados com os acionistas majoritários impactam na informatividade dos lucros;
- Adotar outras técnicas econométricas para o problema pesquisado;

Analisar a relevância da informação contábil constitui uma grande área para pesquisa na ciência contábil. Esta pesquisa espera contribuir com o papel informativo da contabilidade no contexto do mercado acionário brasileiro.

## 6 REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. A. The mark et for lemos: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. 1970, 84 (3): 488-450.

ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e análise de balanço*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**. v. 6, p. 159-178, 1968.

BEAVER, W. H. The Information Contnet of Annual Earnings Announcements. **Journal of Accounting Research**, 1968. vol. 6, Issue Empirical Research in Accounting Selected Studies, p. 67-92.

BELLATO, L. L. N.; SILVEIRA, A. M.; SAVOIA, J. R. F. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: 30º ENCONTRO DA ANPAD. Salvador. 2006.

BEUSELINCK, Christof; DELLOF, Marc; MANIGART, Sophie. 2008. Private equity involvement and earnings quality. *Journal of Business Finance and Accounting*, vol 36, nr. 5-6, PP. 587-615, 2009. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=483522](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=483522).

BM&FBOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. 2012. Disponível em:< <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 12 ago 2012.

BODIE, Z.; MERTON, R. **Finanças**. Porto Alegre: Bookman, 1999.

BRUGNI, Thalles V. et al. Influência dos dividendos sobre a informatividade dos lucros: evidências empíricas na BM&FBOVESPA. **Revista universo contábil**. Vol. 8, nr. 3, 2012.

CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. de L.; FURTADO, C. V. A **Indústria de private equity e venture capital**: primeiro censo brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2006. 135 p.

COMODO, Gustavo Cardoso. **Uma análise comparativa entre as estruturas de private equity e venture capital nos EUA e no Brasil**. 2009. 52 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2009.

COHEN, Daniel; LANGBERG, Nisan S. Venture capital and the Informativeness of Earnings. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 2009, v. 16,p. 171-190.

COYLE, B. *Venture Capital and Buyoun: Corporate Finance*. Chicago: Fitzroy Dearborn, 2000.

DAWSON, A. Private equity investment decisions in family firms: the role of human resources and agency costs. *Journal of Business Venturing*, 2011; 26: 189-199.

DHALIWAL, Dan; LEE, K.; FARGHER, N. The Association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage. *Contemporary Accounting Research*, v. 8, p. 20-41, 1991.

DOUTHETT, Edward B.; JUNG, Kooyul. **Japanese Corporate Groupings (Keiretsu) and the Informativeness of Earnings**. *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 12, nr. 2, p. 133-159 (27), 2001.

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

FAMA, E.F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*. Cambridge, v. XXV, p.383-417, may 1970.

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

FIRTH, Michael; FUNG, Peter M.Y.; RUI, Oliver M. **Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings - Evidence from China**. *Journal of Accounting and Public Policy*, Elsevier, vol. 26(4), p. 463-496. 2007.

FREIRE, A. P. F.; FILHO, P. M. L. (2012). Informação Contábil e a Hipótese do Mercado Eficiente: um Estudo Empírico Utilizando o Setor de Petróleo, Gás e Biocombustível do Brasil no Período 2006 – 2009. **Revista de Finanças Aplicadas**. Rio de Janeiro, n.1, p. 1-20, jun. 2012.

FÜLBIER, R. U; SELFHORN, T. Methodological approaches to accounting research: evidence from EAA annual congresses. *EAA Annual Congress*, Dublin, 2006.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GIOIELLI, Sabrina Patrocínio Ozawa. **Os gestores de private equity e venture capital influenciam a governança corporativa das investidas? evidências das empresas estreantes na Bovespa**. 2008. 107 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

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

GUL, F. A.; Lai, WAH, K. **Working Paper serie sis**. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=304399](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304399) >. Acesso em 04 ago. 2012.

HOCHBERG, Yael V. *Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm*. *Review of Finance*, 2012, p.429-480, 51p.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 2009. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>. Acesso em: 08 ago 2012.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexandro Broedel. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2005.

JENSEN, M.;MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, v.3, n.4, p. 305-360.

LANDSMAN, W. R.; MAYDEW, E. L. **Beaver (1968) Revisited**: has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades?. May 2001. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=204068](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=204068). Acesso em: 12 jun. 2012.

LATINI, Estevão Teixeira; FONTES FILHO, Joaquim Rubens. In: ENCONTRO INTERNACIONAL IBEROAMERICANA DE MANAGEMENT; 7., 2011, Lima - Peru. A eficácia de gestores de fundos de PEVC quanto ao desenvolvimento de governança corporativa em pequenas e médias empresas brasileiras.

LEEDS, R.; SUNDERLAND, J.; Private equity investing in emerging markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2003, 15 (4).

LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. Does legal enforcement affect financial transactions? The Contractual channel in Private Equity. *The quarterly journal of economics*, MIT Press, vol. 120(1), p. 223, 246, 2005.

LEVINE, David M, et al. **Estatística: teoria e aplicações**.5 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

LYRIO, Felipe Maia. et al. Controle Familiar e Qualidade dos Lucros: Evidências Empíricas no Mercado Brasileiro. **II Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis**. Rio de Janeiro, 2011.

LOPES, Alexandro Broedel. **A informação contábil e o mercado de capitais**. 1. ed. São Paulo: Thomson, 2002.

\_\_\_\_\_, Alexandro Broedel.; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

\_\_\_\_\_, Alexsandro B.; FURTADO, Cláudio F. Private Equity na Carteira de Investimentos das entidades de previdência privada. **Revista de Contabilidade e Finanças (USP)**, São Paulo, Atualização, p. 108-126, dez. 2006.

MARTINEZ, Antônio Lopo. Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das empresas abertas brasileiras. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual de elaboração de monografias e dissertações**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MEGGINSON, W.; WEISS K. Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, *Journal of Finance* vol. 46, 879–903. 1991.

MENDEZ, V.M.G. *Revista de Economia Aplicada*. v.17, n. 51, p. 81-102, 2009. Periódico revisado por pares. Disponível em: <<http://www.revecap.com/revista/numeros/51/pdf/gonzalez.pdf>> Acesso em: 20 ago. 2012.

METRICK, A.; YASUDA, A. Economics of Private Equity Funds, *The Review of Financial Studies*. Vol 23, n 6 2010. Oxford University Press on behalf of The Society for Financial Studies.

OFFA, Luiz Felipe West. **Contratos financeiros entre empreendedores e gestores de fundos de private equity e venture capital: teoria e realidade no caso brasileiro**. 2005. 118 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Fundação Getúlio Vargas. São Paulo. 2005. Disponível em: <<http://pos.ugf.br/biblioteca/?page=35&word=sistema%20financeiro>> Acesso em: 10 ago. 2012.

RAMALHO, C. C. M. Private Equity and Venture Capital: An Important Public Policy towards Innovation and Entrepreneurship in Brazil Enanpad 2010 (Iran Siqueira Lima, et al) *Fundos de Investimentos – aspectos operacionais e contábeis*. São Paulo: Atlas, 2004.

RIBEIRO, L. L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. 147 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2005. Disponível em: <[www.teses.usp.br/teses/.../12/.../OModeloBrasileirodePEVC.pdf](http://www.teses.usp.br/teses/.../12/.../OModeloBrasileirodePEVC.pdf)> Acesso em: 10 ago. 2012.

ROSSI, Luiz Egídio M. **Manual de private equity e venture capital: passos para atração de investimentos e alocação de recursos**. São Paulo: Atlas, 2010.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. di Miceli. **Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade**. RAE. Revista de Administração de Empresas, v. 48, p. 1-20, 2008.

SARLO NETO, Alfredo. **Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. 2009. 189 f. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

\_\_\_\_\_, Alfredo; RODRIGUES, Adriano; ALMEIDA, José Elias F. Concentração de votos e acordo de acionistas: influências sobre o conservadorismo. **Revista de Contabilidade e Finanças (USP)**, São Paulo, v. 21, n. 54, p.6-22, set/dez. 2010.

\_\_\_\_\_, Alfredo; RODRIGUES, BASSI, Bruno; ALMEIDA, André A. Um Estudo sobre a informatividade dos lucros contábeis na América Latina. **Revista Contabilidade e Organizações**, São Paulo v. 5, n. 12 (2011), v. 21, n. 54, p.6-22, 2011.

SASSO, Rafael de C. **Qualidade de lucros e estrutura de propriedade: a indústria de private equity no Brasil**. São Paulo, 2012. Dissertação de mestrado – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

SCHIEHL, Eduardo. **O efeito da divulgação das demonstrações financeiras: um estudo sobre a variação das ações**. Porto Alegre, 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

SILVA, Thiago M. **O controle societário nas companhias com investimentos de fundos de private equity e venture capital**. 2010. 160 f. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) Escola de Direito de São Paulo. Fundação Getúlio Vargas. São Paulo. 2010.

SONODA, Fábio. **Análise da influência do private equity e venture capital no underpricing dos IPOS das empresas brasileiras no período de 2004 a 2007**. 2008. 49 f. Dissertação (Mestrado em Mercado Financeiro e Finanças Corporativas) Escola de Administração de Empresas. Fundação Getúlio Vargas. São Paulo. 2008.

WATTS, Ross. L.; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory: a ten year perspective**. The Accounting Review. New Jersey: Prentice-Hall, 1990. vol. 65, n.1. p. 131-156, jan, 1990.

PETRA, Steven T. The effects of corporate governance on the informativeness of earnings. *Economics of Governance*, 2007; 8:129–152.

SAHLMAN, William. *The structure and governance of venture-capital organizations*. *Journal of Financial Economics*, Oct. 90, vol. 27, Issue 2, p.473-521, 49p.

SANTOS, L. A. F. **Análise de contratos de private equity & venture capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de pe/vc e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro.** 2008. 189 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

TAPPEINER et al. Demand for private equity minority investments: a study of large family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 2012 Mar; 3, Issue 1 : 38-51.

TERRA, Paulo Renato S.; LIMA, João Batista N. de. Governança Corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista de Contabilidade e Finanças (USP)**. São Paulo, n. 42, p.35-49, set/dez. 2006.

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