



### A Relação da Governança Corporativa com a Informatividade dos Lucros e a Intangibilidade no Mercado Brasileiro de Capitais

**Ronaldo José Rêgo de Araújo**

Universidade Federal da Paraíba

**David Nunes de Medeiros**

Universidade Federal da Paraíba

**Wenner Glaucio Lopes Lucena**

Universidade Federal da Paraíba

#### RESUMO

Esta pesquisa objetivou analisar a relação entre a governança corporativa com a intangibilidade e informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro de capitais. Considerou-se Governança Corporativa, as empresas que integram o Novo Mercado, de acordo com a BM&FBovespa. Com relação à intangibilidade, levou-se em consideração duas medidas: uma, obtida pela relação existente entre o valor de mercado de uma companhia e seu valor apresentado nos relatórios contábeis; e a outra, pela relação entre o valor registrado no grupo intangível e o valor total do ativo. No tocante à informatividade dos lucros contábeis, utilizou-se a relação entre o retorno da ação e o lucro contábil por ação. A pesquisa foi aplicada no mercado de capitais brasileiro, correspondendo a uma amostra inicial de 244 Companhias, abrangendo ao período de 2008 a 2014. Os principais resultados constataram a estrutura de propriedade e o tamanho da empresa influenciam significativamente a intangibilidade, direta e inversamente, respectivamente, indicando que a presença de ações ordinárias em uma companhia pode reduzir as diferenças existentes entre o valor de mercado e o valor contábil. Embora a pesquisa tenha utilizado duas métricas para a intangibilidade, os resultados se repetiram. Quanto à informatividade dos lucros contábeis, verificou-se que esta mantém relações inversas e significativas com estrutura de propriedade e com o tamanho das empresas. Na contramão dessa constatação, a presença da companhia no Novo Mercado, devendo transmitir confiança aos acionistas, elevando o valor de mercado da empresa, em detrimento do seu valor contábil, esta pesquisa não identificou esta afirmação, em nenhum dos modelos empregados, tendo em vista as não significâncias estatísticas apresentadas.

**Palavras-chave:** Informatividade dos lucros contábeis; Intangibilidade; Estrutura de Capital; Governança Corporativa; Mercado de Capitais.



## 1. INTRODUÇÃO

A contabilidade tem como seu maior produto as informações fornecidas para os seus usuários e isto está diretamente ligado com a capacidade informacional, a potencialidade de fornecer informações uteis para a tomada de decisões dos seus usuários.

Considerando que o mercado é eficiente, as informações fornecidas pelas empresas e as expectativas dos interessados nessas informações servem para precificar seus ativos, e as transações são completadas sem custos (Fama, 1970). Dessa forma, os investimentos são justificados pelas informações que os investidores são capazes de reunir e julgar suficientes para alocar seus recursos a determinada companhia.

As empresas podem investir em ativos tangíveis ou intangíveis. A maior atenção aos ativos intangíveis passou a ocorrer a partir do final dos anos 80 e início dos anos 90, quando a competição entre as empresas aumentou e a tecnologia da informação se desenvolveu instantaneamente, apimentando a concorrência por melhores resultados, estreitando as margens e exigindo qualidade e diferenciação dos seus concorrentes (Lev, 2001; Perez & Famá, 2006). Entretanto, como um ativo intangível não possui substância física e é considerado não monetário, sua mensuração é mais complexa e sujeita a subjetividade (Perez & Famá, 2006).

Com o mercado cada vez mais acirrado, bons resultados são necessários, tanto pela saúde financeira instantânea, quanto por serem estímulos a novos investimentos por parte de usuários externos. Assim, as empresas têm a incumbência de decidir quais suas formas de captação de recursos, e uma das maneiras pode ser abrir seu capital e emitir novas ações, além de poderem formatar sua composição de capital de forma concentrada ou difusa.

Mediante a estrutura de propriedade e controle, a emissão de ações no Brasil dá ao investidor a opção de escolher ações preferenciais e/ou ordinárias que lhes garantirão, respectivamente, direito a fluxo de caixa (dividendos) ou direito ao controle.

O contexto de separação entre a propriedade e controle fornece brechas para o surgimento de assimetria de informação, onde conflitos de interesses poderiam levar, por exemplo, o acionista controlador a fazer uso de informação privada em seu benefício, como bem retrata os conflitos de agência expressos por Jensen e Meckling (1976). Desta forma, uma boa governança corporativa tem papel fundamental no estabelecimento de planos de monitoramento, a fim de proteger os direitos de todos os acionistas.

Os gestores são incentivados a adotarem boas práticas de Governança Corporativa que possam transmitir credibilidade e transparência ao mercado e, assim, conseguir alavancar seus negócios. Nesse sentido, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criou os chamados Níveis Diferenciados de Governança (NDG), que corresponde a 4 conjuntos: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Cada um desses níveis exige, das companhias que aderirem, práticas que vão além das obrigações exigidas pela Lei das Sociedades por Ações.

Ao ingressarem nos NDG as empresas sinalizam ao mercado que estão adotando boas práticas de governança e, portanto, os investidores ficam mais confortáveis em investir, haja vista a credibilidade e transparência que cada nível se propõe. Nesse sentido, acredita-se que as empresas que estão no Novo Mercado são as que se comprometem mais a reduzir os conflitos de agência e defender os interesses do negócio como um todo.

Diante disto, o presente trabalho busca responder o seguinte questionamento: qual a relação existente entre o grau de intangibilidade e a informatividade dos lucros contábeis, considerando a estrutura de propriedade das empresas e os níveis diferenciados de governança? O pressuposto básico desta investigação indica que há uma correlação positiva entre a intangibilidade, a informatividade dos lucros contábeis, a estrutura de capital e os níveis diferenciados de Governança Corporativa (Lev, 2001; Lanzana, 2004; Perez & Famá, 2006; Antunes & Costa, 2007; Colauto *et al.*, 2009)



## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Ativos Intangíveis

Os ativos de uma empresa correspondem aos recursos controlados por ela e que há expectativa de benefícios econômicos futuros (CPC, 2011). Entende-se que esses ativos podem ser recursos físicos (tangíveis) ou não (intangíveis), desde que estejam sob o controle da administração e que o mesmo forneça benefícios econômicos futuros.

No conjunto de recursos estão inclusas as competências, processos organizacionais, atributos, informação, conhecimento e outros fatores controlados pela empresa (Barney, 1991). Sendo assim, a partir do momento as companhias precisam valorá-los para conseguir gerencia-los. A dificuldade, no entanto, inicia quando da existência dos intangíveis.

Ativo intangível, de acordo com Lev (2001), pode ser definido como um direito a benefícios futuros, que não possui corpo físico ou financeiro. Nessa linha, Dischinger e Riedel (2011) definem ativos intangíveis como ativos de natureza permanente, sem existência física. No entanto, a inexistência física ou incorpórea dos bens parece insuficiente para a efetiva definição de intangível.

Sendo assim, Hendriksen e Van Breda (1999) chamam a atenção para o fato de que em muitas ocasiões a definição é baseada na diferença positiva entre o custo de uma empresa adquirida e a soma de seus ativos tangíveis líquidos. Nesse sentido, Feltham e Ohlson (1995) afirmam que o valor dos intangíveis resulta da expectativa de geração de lucros acima do normal. Essa diferença positiva, o CPC 04 R1 (2010) chama de ágio pela expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*).

O caráter abstrato que compõe o ativo intangível pode conotar imprecisões em sua mensuração e riscos para a empresa, tendo em vista o grau de incertezas na concepção de benefícios econômicos futuros. Sobre este aspecto, Lev (2001) destaca que o risco do intangível pode ser considerado substancialmente maior que o do ativo tangível. Corroborando com essa ideia, Kayo (2002) diz que o valor real das empresas é inerentemente desconhecido e volátil.

Hendriksen e Van Breda (1999) afirmam que os ativos intangíveis constituem uma das áreas mais complexas da teoria da contabilidade, em parte em virtude das dificuldades de definição, e sobretudo pelas incertezas inerentes. Sendo assim, muitos estudos tentam classificar os ativos intangíveis para que melhorem sua compreensão e identificação. Nesse sentido, Kayo (2002) propôs uma classificação desses ativos em quatro tipos: ativos humanos, ativos de inovação, ativos estruturais e ativos de relacionamento (com públicos estratégicos).

Os ativos humanos vão desde o conhecimento, talento, capacidade, habilidade e experiência dos empregados, a administração superior ou empregados-chave, treinamento e desenvolvimento. Os ativos de inovação compreendem a pesquisa e desenvolvimento, patentes, inovação, fórmulas secretas, know-how tecnológico, entre outros. Ativos estruturais representam os processos, softwares proprietários, bancos de dados, sistemas de informação, sistemas administrativos, inteligência de mercado e canais de mercado. E os ativos de relacionamento são as marcas, logos, *trademarks*, direitos autorais (de obras literárias, de software etc.), contratos com clientes, fornecedores etc., contratos de licenciamento, franquias etc., direitos de exploração mineral, de água etc., entre outros.

Tendo em vista a incerteza e subjetividade desses ativos, eles ficam demasiadamente sensíveis a manipulações, sobretudo quando da expectativa de combinação de negócios. No entanto, não pode a contabilidade ou a administração desconsiderar os valores referentes a ativos intangíveis, pois eles existem e devem ser gerenciados de maneira benéfica para agregar valor à organização (Kaufmann & Schneider, 2004).

### 2.2 Estrutura de Propriedades

A estrutura de propriedade e controle de uma empresa evidencia sua composição acionária, mais especificamente, o direito sobre o fluxo de caixa (% ações totais) e sobre controle (% ações ordinárias) que caracterizam os tipos de proprietários. Estes proprietários, são denominados normalmente por insider (internos) ou outsiders (externos), onde os primeiros englobam a alta gestão



das companhias, como os executivos, os conselheiros e até outros empregados da firma, enquanto os segundos são compostos pelos demais acionistas, sendo o caso de investidores individuais e investidores institucionais (fundos de pensão, mútuos, de hedge, companhias de seguro, bancos etc.) não vinculados profissionalmente com a empresa (Connelly *et al.*, 2010; Caixe, 2012; Bezerra *et al.*, 2015).

A estrutura de propriedade, que é considerada como um importante mecanismo de governança corporativa, possui diferenças significativas em países distintos por causa das disparidades econômicas e políticas nas próprias estruturas de propriedade e composições do conselho, onde a propriedade exerce uma grande influência nesta composição e, por consequência, no desempenho da empresa (Harris & Raviv, 1988; Li, 1994; Sonza, 2012).

No Brasil, a Lei nº 6.404/76 prevê a emissão de ações com ou sem direito a voto, influenciando diretamente na estrutura societária das empresas, o que subsidia as empresas do mercado brasileiro a possibilidade de fazer diferentes composições quanto a concentração acionária, podendo ser concentrada ou difusa.

Para La Porta *et al.* (1996), a legislação que trata da proteção aos acionistas pode influenciar diretamente no desempenho das companhias, assim como em sua estrutura de propriedade. Nos EUA e Reino Unido, por exemplo, a legislação dá mais proteção aos acionistas, fazendo menor as expropriações de minoritários, por outro lado, países como o Brasil, França, Japão, Alemanha e Escandinavos fornecem menor proteção para os acionistas, o que facilita a expropriação dos minoritários. Se não há segurança suficiente, apenas os acionistas mais propensos ao risco investiriam em mercados com pouca proteção, onde um maior retorno sobre o investimento pudesse ser um atrativo.

No Brasil existem duas categorias de ações, as ordinárias, que possuem como principal característica o direito de voto e capacidade de influenciar nas decisões da empresa, e as preferenciais, que têm a prioridade no recebimento de dividendos, além de preferência em recebimento caso a empresa entre em processo descontinuo de suas operações. Conforme Sarlo Neto (2009), mediante à divergência entre os direitos, a aquisição de uma determinada classe de ação pode ser relacionada com um determinado interesse do investidor pelo controle ou pela remuneração oferecida.

Quando se opta pelo controle, a empresa pode ser controlada diretamente pelo controlador, ou de maneira indireta, por meio de outra entidade, ou estando inserida em uma estrutura piramidal, fato que diminui a quantidade mínima necessária de ações ordinárias que o controlador deve possuir para gerir a empresa, que no contexto brasileiro é de aproximadamente 17% (percentual mínimo para haver controle) das ações das empresas, ou seja, mais de 50% do percentual mínimo previsto no artigo 15 da Lei nº 6.404/76 que obriga as empresas a emitir ao menos 1/3 do seu capital na forma de ações ordinárias, onde o máximo é 100%.

Por outro lado, quando o investidor opta pelas ações preferenciais, tem interesse ao fluxo de caixa (dividendos), não priorizando o controle. Esses acionistas buscam as melhores opções de retorno que seus investimentos possam ofertar, portanto, para eles, empresas com melhores indicadores de rentabilidade, liquidez, governança e políticas de incentivos a investimentos podem ser consideradas diferenciadas no momento da escolha da opção de aplicação dos seus recursos.

Nesse contexto, a informatividade dos lucros contábeis pode subsidiar as peculiaridades de alguns investidores e empresas, pois conforme Sarlo Neto (2009), a atratividade imposta por bons lucros e seu consequente conhecimento público, para acionistas que preferem ações preferenciais, pode ser determinante na escolha do investimento, e para as empresas pode influenciar em as companhias emitirem esse tipo de ação, uma vez que se comprove que haverá ganhos oriundos dessas operações.



### 2.3 Governança Corporativa

A Teoria da Agência, proposta por Jensen e Meckling (1976), desperta para o conflito de interesses existente dentro das organizações, sobretudo das grandes corporações. De acordo com os autores, o conflito de agência surge a partir do momento em que o principal (acionista) delega ao agente (administrador) o poder de tomar decisões em benefício dos acionistas, enquanto estes nem sempre são beneficiados pelas decisões do agente.

Isso decorre pelo fato de que ambos objetivam maximizar sua utilidade (Jensen & Meckling, 1976). Assim sendo, entende-se que o administrador, por vezes, agirá em benefício próprio, na perspectiva de maximizar seus interesses, em detrimento dos interesses dos acionistas. Nesse contexto, nasce os custos de agência.

Os custos de agências são necessários para que o principal consiga, minimamente, monitorar as ações do agente. O monitoramento aqui se dá pelo fato de que o administrador detém maior volume de informações que os acionistas, logo, o patrimônio destes pode ser expropriado.

Nas corporações modernas, tendo em vista seu grande crescimento e necessidade de investimento, torna-se necessária a separação entre o controle e a gestão. Essa divisão acarreta em assimetria da informação nestas companhias, tendo em vista o desnível de informações entre as partes relacionadas. Nesses casos, os custos de agências permeiam a necessidade da Governança Corporativa.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), a Governança Corporativa pode ser entendida por meio do conjunto de mecanismos pelos quais os acionistas garantem a obtenção para si do retorno sobre seu investimento. Esse conjunto de mecanismos devem implicar na redução da assimetria informacional e na proteção dos interesses dos stakeholders, por meio da divulgação de relatórios contábeis, sendo estes as bases da Governança Corporativa (Malacrida & Yamamoto, 2006).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015), diz que a governança consiste em um sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle, primando pelo alinhamento de interesses e com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização.

As práticas de governança tornam-se ainda mais importantes quando se verifica a posição dos acionistas minoritários, que detém pouco poder, assim como os acionistas preferenciais, que não possuem direito de voto.

Na expectativa de atender a essas necessidades, a Bolsa de Valores de São Paulo criou, em dezembro de 2000, os Níveis Diferenciados de Governança, proporcionando um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das companhias, a partir do cumprimento de boas práticas de governança.

Cada nível (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) exige, das companhias que aderirem, práticas que vão além das obrigações exigidas pela Lei das Sociedades por Ações (Lei N°. 6.404/76.).

A adesão a cada um desses níveis dependerá do interesse da empresa em transmitir maior confiabilidade a seus acionistas, sejam eles ordinários ou preferenciais, a depender da política adotada. Para a empresa, os benefícios decorrerão da maior procura por ações e valorização de suas ações, melhor imagem institucional, bem como menor custo de capital. Já para os acionistas, as vantagens versam no tocante à melhora no processo de fiscalização, maior segurança nos direitos acionários, redução do risco país, de maneira geral serão investimentos mais seguros (Santana, 2001).

Já que a Governança Corporativa surge para atender as necessidades dos acionistas, tendo em vista a assimetria da informação, pode-se dizer que em um ambiente de informações simétricas, no qual todas as partes envolvidas em uma transação dispusessem de todas as informações relevantes e ou pudessem firmar contratos completos, a Governança Corporativa teria papel nulo (Zingales, 1997).



Contudo, como considera-se o mercado assimétrico e, portanto, necessário a atuação de uma boa governança, esta pesquisa busca agregar conhecimento do comportamento do mercado em detrimento das práticas de governança adotadas pelas companhias de capital abertas que matem suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1 Universo e Amostra

O universo deste estudo corresponde à todas as companhias de capital aberto que negociam suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo. No que se refere à amostra, esta será composta pelas companhias que estejam com seus cadastros ativos na Bovespa, haja vista que uma vez não estando mais, esta deixa de influenciar o mercado de capitais, objeto pelo qual este estudo tenta entender, bem como as empresas que foram possíveis identificar o seu valor de mercado em todos os anos.

Dessa forma, a Bovespa detém 392 companhias com cadastros ativos, destas 244 referem-se as empresas que foi conseguido seu valor de mercado, sendo, portanto, o quantitativo da amostra desta análise. Todas as variáveis necessárias ao estudo foram coletadas no banco de dados da Econômica, correspondendo ao período de 2008 a 2014, em bases anuais.

#### 3.2 Variáveis Operacionais de Pesquisa

Os estudos científicos necessitam de variáveis, as quais serão lapidadas para a formação do conhecimento que os estudos se propõem elucidar. Assim sendo, esta pesquisa necessitará das seguintes variáveis: intangibilidade, informatividade dos lucros contábeis, proporção de ações ordinárias e preferenciais e o segmento de Governança Corporativa ao qual a corporação faz parte.

De acordo com e Lev (2001), Kayo e Famá (2004), Nascimento et al. (2012), Machado e Famá (2011), a intangibilidade pode ser verificada a partir da razão entre:

$$\text{Intangibilidade} = \frac{\text{PL ao valor de mercado}}{\text{PL ao valor contábil}} \quad (1)$$

Ou, pode ser verificado por meio da representação do grupo intangível, no ativo, em relação ao ativo total da empresa, conforme expresso na equação 2.

$$\text{Intangibilidade} = \frac{\text{Intangível}}{\text{Ativo Total}} \quad (2)$$

Pode-se entender que este indicador irá apresentar o grau de intangibilidade da companhia, haja vista as possíveis diferenças entre o Patrimônio Líquido avaliado em termos contábeis e pelo mercado. De acordo com os autores, quanto maior o indicador, maior a intangibilidade da empresa.

Já a informatividade dos lucros contábeis, de acordo com Sarlo Neto (2009), é a relação expressa na equação 3.

$$\text{Inf. Lucros Contábeis} = \frac{\text{Retorno da ação}}{\text{Lucro Contábil por ação}} \quad (3)$$

A interpretação desse indicador enseja a ideia do quanto que o Lucro Contábil consegue informar do retorno das ações da companhia. Quanto mais próximo de 1, significa que o Lucro Contábil tem maior poder informativo.

No que se refere aos segmentos de Governança Corporativa, em dezembro de 2000, a Bovespa criou os Níveis diferenciados de Governança, que agrupam companhias que apresentam semelhanças nas boas práticas de governança que elas praticam. Em outubro de 2015, a Bovespa apresenta seis níveis, são eles: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e o Tradicional. As características de cada um desses níveis estão apresentadas no Quadro 1.



### 3.3 Desenvolvimento das Hipóteses de pesquisa e determinação dos modelos empregados

Lev (2001), Perez e Famá (2006) e Colauto et al. (2009) verificaram que quanto maior o grau de intangibilidade das empresas maior são os seus indicadores de lucratividade e rentabilidade. No entanto, Colauto et al. (2009) ainda encontraram diferenças na relação da evidenciação de ativos intangíveis com o valor de mercado. Nessa perspectiva, esse estudo traçou a seguinte hipótese:

*H1: Quanto maior o grau de intangibilidade, menor a informatividade dos lucros contábeis.*

Considerando que a estrutura de propriedade pode influenciar significativamente o desempenho e que, na visão de Lanzana (2004), diferenças existentes entre os direitos de voto e fluxo de caixa do acionista controlador está relacionada com o nível de *disclosure*, traçou-se a segunda hipótese:

*H2: Quanto maior a intangibilidade, menor o percentual de ações com direito a fluxo de caixa.*

No entanto, a qualidade da informação contábil diverge entre empresas que assumem diferentes níveis de governança (Antunes & Costa, 2007). A despeito disso, traçou-se a terceira hipótese:

*H3: As empresas que adotam práticas de governança listadas no Novo Mercado apresentam maior informatividade e intangibilidade.*

Para testar as hipóteses de pesquisa, utilizou-se regressão linear múltipla, tendo como variável dependente o índice de intangibilidade *Intang* e variáveis explicativas relacionadas com as hipóteses descritas nas equações 1, 2 e 3.

$$Intang_{it} = \beta + \beta_1 InfLC_{it} + \beta_2 EstCap_{it} + \beta_3 GC_{it} + \varepsilon \quad (4)$$

Em que,

- *Intang* é o grau de Intangibilidade da empresa;
- *InfLC* é o grau de Informatividade dos Lucros Contábeis da Companhia da empresa;
- *EstCap* é estrutura de propriedade adotada pela empresa;
- *GC* é uma variável *dummy* com valor 1 para empresas que estão no Novo Mercado e 0 para as demais.

Como entende-se que o nível Novo Mercado é o que conota maior transparência e credibilidade ao mercado, este estudo introduziu uma variável *dummy* interativa ao modelo proposto, para captar o efeito das empresas presentes no Novo Mercado em relação à intangibilidade das empresas, bem como de sua relação com a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis.

$$Intang_{it} = \beta + \beta_1 InfLC_{it} + \beta_2 EstCap_{it} + \beta_3 GC_{it} + \beta_4 CG * InfLC_{it} + \beta_5 CG * EstCap_{it} + \varepsilon \quad (5)$$

A significância do modelo e de suas variáveis, bem como a correlação existente entre as variáveis, acredita-se serem necessárias para verificação das hipóteses levantadas nesta pesquisa (H1, H2 e H3).

## 4. RESULTADOS E ANÁLISES

Conforme definido nos procedimentos metodológicos, a pesquisa utilizou, inicialmente, a variável *Intangibilidade (Intang\_A)*, obtida por meio da *Equação 1*, como variável explicada para o modelo traçado na *Equação 4*, que regrediu a ela as variáveis independentes: *Estrutura de*



Propriedade (*EstProp*), Tamanho da Empresa (*Tam*) e Governança Corporativa (*GC*). A tabela 1, por sua vez, apresenta as estatísticas descritivas desta amostragem. Nela, percebe-se que foram realizadas 1.389 observações, abrangendo o período de 2008 a 2014, em bases anuais.

**Tabela 1 Estatística Descritiva**

Variável/Estatística	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Intang_A	1389	1.871571	1.995089	0.0331254	16.84071
EstProp	1389	0.3798607	0.4558112	0	1
Tam	1389	14.93968	1.441043	11.44222	18.44819
GC	1389	0.3974082	0.489538	0	1

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

As estatísticas descritivas revelam que as empresas da amostra apresentam, em média, razoável intangibilidade (1,87), tendo em vista que valores superiores a 1 são indicativos de informações contábeis intangíveis. Isso representa que, em média, as empresas apresentam seus valores de mercado superiores aos valores apresentados nos relatórios contábeis. Identifica-se, ainda, que 37% das observações emitem ações preferenciais e 39% se apresentaram no Nível Diferenciado de Governança no Novo Mercado (valores médios).

A Tabela 2 expõe a Matriz de Correlação de *Pearson* com as correlações bivariadas entre todas as variáveis, a explicada e as explicativas, referentes à *Equação 4*.

**Tabela 2 Matriz de Correlação de Pearson**

	Intang_A	EstProp	Tam	GC
Intang_A	1.0000			
EstProp	-.1879*** (0.0000)	1.0000		
Tam	0.0238 (0.3749)	0.0439 (0.1022)	1.0000	
GC	0.1601*** (0.0000)	-0.6770*** (0.0000)	0.0333 (0.2143)	1.0000

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

Os resultados das correlações demonstram que as ações preferenciais (*EstProp*) apresentam relações negativas (-0,18) e significativas ao nível de 1% com a variável intangibilidade. Isso implica dizer que a presença de ações preferenciais em uma companhia pode reduzir as diferenças existentes entre o valor de mercado e o valor contábil. Na contramão dessa constatação, a presença da companhia no Novo Mercado, transmite confiança aos acionistas, elevando o valor de mercado da empresa, em detrimento do seu valor contábil. Esses resultados são verificados por meio da relação positiva entre as variáveis *Intang\_A* e *GC* ao nível de 1%.

Percebe, ainda, que quando a companhia está no Novo Mercado, as chances dela emitir ações preferenciais (*EstProp*), caiu bruscamente (-0,67). Isso pode ser justificado pelo fato da Governança transmitir confiança ao mercado, fazendo-o mais prudente e acreditar que o retorno no longo prazo é mais satisfatório, que o curto prazo.

Na Tabela 3 é possível analisar a interação com todas as atividades, por meio dos coeficientes obtidos no modelo econométrico proposto na *Equação 4*, na qual pressupõe que a *Intangibilidade* pode ser explicada e influenciada por fatores, como: o tamanho da empresa, a sua estrutura de propriedade e a sua participação nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Embora o modelo tenha rejeitado a presença de multicolinearidade (Teste VIF), foi verificado a presença de heterocedasticidade (Teste de White). Para solucionar este problema, a variável explicada foi transformada no *logaritmo natural* da *Intangibilidade* e criou-se a variável *LogIntang\_A*.

**Tabela 3 Coeficientes obtidos por meio do Modelo Econométrico – Intangibilidade (Equação 4)**

LogIntang_A	Coefficiente	Erro Padrão Robust	Est. T	p-value	Intervalo de Confiança 95%	
EstProp	-.4116749	.0668377	-6.16	0.000	-.542789	-.2805608
Tam	.0392635	.013614	2.88	0.004	.0125573	.0659697
GC	.0932463	.0602284	1.55	0.122	-.0249025	.2113951
$\beta$	-.2013317	.2042323	-0.99	0.324	-.6019698	.1993063
F (3, 1385)	34.44	Prob> F	0.0000	Md. Vif 1.58		
R <sup>2</sup>	0.0721				White 0.0067	

$$\text{Modelo: } \text{Intang\_A}_{it} = \beta + \beta_1 \text{EstProp}_{it} + \beta_2 \text{Tam}_{it} + \beta_3 \text{GC}_{it} + \varepsilon$$

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

Os resultados obtidos por meio da aplicação do modelo em questão, permitem inferir que 7% (R<sup>2</sup>) do indicador *Intangibilidade* apresentado pelas empresas no período em análise, pode ser explicado por meio da interação entre as variáveis propostas no modelo. Embora o modelo tenha apresentado esse baixo poder explicativo (R<sup>2</sup> = 0,07), observa-se que duas das três variáveis apresentaram significância estatística de 1% (*EstProp* e *Tam*).

As estatísticas revelam que a emissão de ações preferenciais (*EstProp*) apresentam relações negativas com a *intangibilidade* (-0,41), isso evidencia que os acionistas preferenciais pressionam para que exista uma menor diferença entre o valor de mercado e os valores emitidos pelos relatórios contábeis, tendo em vista que suas promessas são de retornos imediatos. De maneira similar, verificou-se que empresas maiores (*Tam*) apresentam relações positivas com a *Intangibilidade*.

Mesmo a variável *GC* não apresentando significância estatística, os resultados apontaram para uma relação positiva com a *intangibilidade*, aludindo para o fato da presença de boas práticas de Governança Corporativa transmite confiança ao mercado, aumentando, pois, as diferenças entre os valores de mercado e contábil das companhias.

Alternativamente, a fim de dar maior robustez aos resultados desta pesquisa, definiu-se uma nova métrica para a *Intangibilidade*, calculado por meio da *Equação 2*. De forma idêntica ao realizado no primeiro momento, regrediu-se as demais variáveis a esta (*Equação 5*), a fim de comprovar os resultados encontrados no primeiro momento (*Equação 4, Tabela 3*).

Dessa forma, a tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas desta amostragem. Nela, percebe-se que foram realizadas 609 observações, abrangendo o período de 2010 a 2014, em bases anuais.

**Tabela 4 Estatística Descritiva**

Variável/Estatística	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Intang_B	609	0.0697885	0.1101565	0	.4651267
EstProp	609	0.4367816	0.4963951	0	1
Tam	609	14.93501	1.444449	11.67089	18.09416
GC	609	0.4466338	0.4975526	0	1

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

Aqui, a variável *Intangibilidade* representa a proporção do valor registrado na contabilidade da companhia como intangível e seu ativo total. Com isso, observa-se que a média de registros de ativos intangíveis gira em torno de 6%, porém, há empresas que chegaram a apresentar 46% do ativo, apresentando elevada *intangibilidade*.

Com relação às correlações existentes entre estas variáveis (Tabela 5), além das relações identificadas no modelo inicial proposto, observa-se que o tamanho da empresa também apresenta relação positiva com a *Intangibilidade*, bem como a *GC*. Ou seja, quanto maior a empresa, maior as chances dela integrar o Novo Mercado (NDGC), bem como de ter em seu ativo valores substanciais intangíveis.

**Tabela 5 Matriz de Correlação de Pearson**

	Intang_B	EstProp	Tam	GC
Intang_B	1.0000			
EstProp	-0.1492* (0.0002)	1.0000		
Tam	0.1433* (0.0004)	-0.0765*** (0.0592)	1.0000	
GC	0.1875* (0.0000)	-0.7645* (0.0000)	0.1402* (0.0005)	1.0000

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

Notas: Os asteriscos indicam os níveis de significância: \*  $p < 0,05$ ; \*\*  $p < 0,01$ ; \*\*\*  $p < 0,001$ .

Já na análise do modelo em si (Tabela 6), como também havia apresentado problema de heterocedasticidade, calculou-se o *log* da variável *Intang\_B* e o resultado obtido passou a ser a variável explicada (*LogIntang\_B*), assim como realizado no modelo anterior, em consonância com a literatura pertinente.

**Tabela 6 Coeficientes obtidos por meio do Modelo Econométrico – Intangibilidade (Equação 5)**

LogIntang_B	Coefficiente	Erro Padrão Robust	Est. T	p-value	Intervalo de Confiança 95%	
EstProp	-.6855144	.2988468	-2.29	0.022	-1.272.521	-.0985076
Tam	.5168752	.0658516	7.85	0.000	.3875268	.6462236
GC	.0662903	.2952223	0.22	0.822	-.513597	.6461777
$\beta$	-1.168.943	.9990293	-11.70	0.000	-1.365.177	-97.271
F (3, 556)	26.93	Prob> F	0.0000	Md. Vif	2.01	
R <sup>2</sup>	0.1269	0.1222 (Ajust.)		White	0.0006	

Modelo:  $Intang\_B_{it} = \beta + \beta_1 EstProp_{it} + \beta_2 Tam_{it} + \beta_3 GC_{it} + \varepsilon$

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

A interação entre as variáveis propostas justifica 12% dos valores registrados a título de intangível nos ativos das companhias. Embora o poder explicativo deste modelo ( $R^2 = 0,12$ ) seja mais satisfatório que o anterior ( $R^2 = 0,07$ , Equação 4, Tabela 3), ainda assim este apresenta baixo poder explicativo. Apesar disso, exceto a variável *GC*, todas as demais apresentaram significância estatística de 5%. Os resultados e sinais encontrados nesta amostragem confirmam os achados na amostragem anterior.

Os resultados, então, não permitem rejeitar a hipótese 3 (H3), que pressupunha que quanto maior a intangibilidade, menor o percentual de ações com direito a fluxo de caixa, uma vez que nos dois modelos analisados, encontrou-se relação inversa entre as variáveis Intangibilidade e EstProp ao nível de significância de 1% no primeiro modelo e 5% no segundo. Com relação à hipótese 1 (H1), em que apresenta que empresas que adotam práticas de Governança listadas no Novo Mercado reduzem a intangibilidade, não foi possível obter significância estatística em nenhum dos modelos apresentados, logo, também não há argumentos para ser refutada.

Adicionalmente, esta pesquisa utilizou como *proxy* da Intangibilidade a Informatividade dos Lucros Contábeis, variável está obtida por meio da Equação 3. Assim sendo, regrediu-se as demais variáveis explicativas a *InfLC*, conforme a Equação 6. A tabela 7, por sua vez, apresenta as estatísticas descritivas desta amostragem, que compreendeu o período de 2008 a 2014, apresentando 829 observações.

**Tabela 7 Estatística Descritiva**

Variável/Estatística	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
----------------------	------	-------	---------------	--------	--------



## X Seminário UFPE de Ciências Contábeis

InfLC	829	119.7911	2265.059	-6285.239	63765.62
EstProp	829	0.2352232	0.4243943	0	1
Tam	829	15.22337	1.417088	11.71458	19.04007
GC	829	0.5971049	0.4907761	0	1

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

O grau da variável *InfLC* aponta para o elevado nível de intangibilidade das companhias com relação aos valores apresentados nos resultados contábeis das companhias, em relação aos lucros efetivamente distribuídos. As demais variáveis apresentaram características equivalentes aos dois modelos anteriores, acrescentando somente maior participação das empresas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

A partir das análises das correlações observadas entre as variáveis (Tabela 8), observa-se que nenhuma delas apresentaram significância com a variável explicada *InfLC*.

**Tabela 8 Matriz de Correlação de Pearson**

	InfLC	EstProp	Tam	GC
InfLC	1.0000			
EstProp	-0.0268 (0.4404)	1.0000		
Tam	-0.0437 (0.2083)	0.3678* (0.0000)	1.0000	
GC	0.0202 (0.5621)	-0.6752* (0.0000)	-0.2449* (0.0000)	1.0000

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

Já com relação à análise do modelo proposto (Tabela 9), o mesmo apresentou problemas semelhantes aos dos anteriores e também foi sanado por meio da obtenção do *log* da variável explicada.

**Tabela 9 Coeficientes obtidos por meio do Modelo Econométrico – Informatividade dos Lucros Contábeis (Equação 6)**

LogInfLC	Coefficiente	Erro Padrão Robust	Est. T	p-value	Intervalo de Confiança 95%	
EstProp	-.8909653	.2632982	-3.38	0.001	-1.408.319	-.3736113
Tam	-.155313	.0581831	-2.67	0.008	-.2696368	-.0409891
GC	-.283257	.213201	-1.33	0.185	-.7021752	.1356612
$\beta$	6.251.292	.880694	7.10	0.000	4.520.819	7.981.766
F (3, 482)	9.85	Prob> F	0.0000	Md. Vif	1.61	
R <sup>2</sup>	0.0578	0.0519 (A <sub>just.</sub> )		White	0.0241	

Modelo:  $InfLC_{it} = \beta + \beta_1 EstProp_{it} + \beta_2 Tam_{it} + \beta_3 GC_{it} + \varepsilon$

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

Os resultados apresentam que, embora o poder explicativo tenha reduzido ( $R^2 = 0,05$ ), as variáveis explicativas, exceto a que conota as práticas de boa governança, apresentaram significância no modelo de 1%, confirmando os resultados obtidos nas *Equações 4 e 5*, respectivamente das *Tabelas 3 e 8*. O que implica dizer que estas podem ser boas *proxies* da existência de intangibilidade nas empresas de capital aberto no Brasil.

Considerando a Informatividade dos Lucros Contábeis como *proxy* da Intangibilidade, as análises resultam em: não rejeitar a H3, pois verificou-se a relação inversa entre as variáveis *InfLC* e *EstProp*, ou seja, quanto maior a intangibilidade, menor o percentual de ações com direito a fluxo de caixa; e, rejeitar a H4, onde esperava-se uma relação direta, em que quanto maior a informatividade



dos lucros contábeis, maior seria o percentual de ações com direito a fluxo de caixa, porém os resultados apresentaram uma relação inversa.

Com relação às hipóteses 1 e 2, embora Machado e Famá (2011) tenham encontrado relações significativas, esta pesquisa não pôde estabelecer nenhuma inferência, uma vez que não foi observada relações significantes nos modelos empregados nesta pesquisa.

### 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo analisar a relação entre a governança corporativa com a informatividade dos lucros e com a intangibilidade das empresas no mercado brasileiro de capitais.

No que se refere à intangibilidade, duas hipóteses estavam diretamente ligadas, a H1 e a H3 que testavam relação, respectivamente, com as empresas que detém as melhores práticas de governança corporativa, justificadas pela sua presença no Novo Mercado e com as ações que dão direito ao fluxo de caixa.

Os resultados da pesquisa revelaram que as empresas que tem uma estrutura de capital por meio da emissão de ações preferenciais, mantém relação inversa com a intangibilidade, aludindo para o fato de que os acionistas preferenciais exigem diferenças menores entre os valores de mercado e os contábeis. Esses achados permitem confirmar a H3, que pressupunha que quanto maior a intangibilidade, menor o percentual de ações com direito a fluxo de caixa.

Embora os resultados tenham apontado uma relação positiva entre a Governança Corporativa e a Intangibilidade, conforme definido na H1 e os achados por Machado e Famá (2011), não foi verificado significância estatística dessa relação nesta pesquisa.

Alternativamente, utilizou-se outra métrica para intangibilidade e regrediu-se as variáveis a esta nova intangibilidade. Os resultados e os sinais encontrados nesta amostragem se confirmaram com os achados na amostragem anterior.

Adicionalmente, esta pesquisa utilizou como *proxy* da Intangibilidade e Informatividade dos Lucros Contábeis, buscando, pois, verificar se a estrutura de capital, a governança corporativa e o tamanho das empresas influenciam o poder de informação dos lucros contábeis das companhias. Para isso, formulou-se duas hipóteses (H2 e H4), em que afirmava que a informatividade apresentava relações diretas com a Governança Corporativa e com as ações com direito a fluxo de caixa.

Estes resultados, por sua vez, confirmaram os encontrados nos modelos anteriores, porém divergindo em relação ao sentido: observou-se relações inversa da informatividade com a estrutura de propriedade e com o tamanho das empresas. A divergência consiste no fato dos dois primeiros modelos apresentarem relações positivas da intangibilidade com o tamanho.

Com relação às hipóteses desta pesquisa, H2 e H4, os resultados rejeitaram a H4, que pressupunha que a informatividade dos lucros contábeis teria relações diretas com as ações com direito a fluxo de caixa. Este resultado confirma os achados de Sarlo Neto (2009), em que foi encontrada uma relação negativa entre informatividade e as ações com direito ao fluxo de caixa.

Em síntese, este estudo colaborou com as nuances do mercado brasileiro de capitais, com relação à intangibilidade e a informatividade dos lucros contábeis, constatando que a estrutura de propriedade e o tamanho da empresa influenciam significativamente a intangibilidade e informatividade dos lucros contábeis. Já com relação à governança corporativa, os resultados não apresentaram significância.

Os resultados desta pesquisa são limitados à amostra utilizada e à metodologia empregada, não sendo possível, pois, inferências de todo o mercado de capitais. Sugere-se, portanto, para pesquisas futuras, estender a amostra, abrangendo outros períodos e também por meio de outras metodologias, a fim de verificar a influência da Governança Corporativa, já que a esta não foi possível estabelecer inferências.



## REFERÊNCIAS

Almeida, J. E. F. D. (2010). *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

Antunes, G., & Costa, F. M. da. (2007, janeiro) Governança e Qualidade da informação contábil: uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA. *Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração - ENANPAD*, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil, 31.

Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178.

Barney, J. (1991). Recursos firmes e sustentada vantagem competitiva. *Jornal de Gestão*, 17 (1), 99-120.

Bezerra, P. C. S., Lustosa, P. R. B., Sales, I. C. H., & Fernandes, B. V. R. (2015). Estrutura de propriedade, conselho de administração e disclosure voluntário: evidências de empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 25-46.

BM&FBovespa. Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros de São Paulo. Governança Corporativa. 2015.

Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge university press.

Caixe, D. F. (2012). *Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil: análise da primeira década do século XXI* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

Chang, J. C., & Sun, H. L. (2009). Crossed-listed foreign firms' earnings informativeness, earnings management and disclosures of corporate governance information under SOX. *The International Journal of Accounting*, 44 (1), 1-32.

Colauto, R. D.; Nascimento, P. S.; Avelino, B. C. & Bispo, O. N. A. (2009). Evidenciação de ativos intangíveis não adquiridos nos relatórios da administração das companhias listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 20 (1), 142-169.

Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). (2011). *Pronunciamento Conceitual Básico (R1)*. Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro.

Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). (2010) *Pronunciamento 04 (R1)*. Ativo Intangível.

Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., & Certo, S. T. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1561-1589.

Da Silveira, A. D. M. (2006). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Saint Paul Institute of Finance.

Dischinger, M., & Riedel, N. (2011). Impostos sobre as empresas e a localização dos ativos intangíveis nas empresas multinacionais. *Journal of Public Economics*, 95 (7), 691-707.



- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities\*. *Contemporary accounting research*, 11(2), 689-731.
- Fietz, É. E. Z., & Scarpin, J. E. (2008). Estudo do Grau de Intangibilidade Por Meio das Demonstrações Contábeis: Uma Análise das Empresas S/A de Capital Aberto Constantes do Índice Ibrx-Índice Brasil. In *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade* (Vol. 8).
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica-5*. McGraw Hill Brasil.
- Harris, M; Raviv, A. (1988) Corporate Governance: Voting Rights anti Majority Rules. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 203-235.
- Hendriksen, E. S.; Van Breda, M. F. (2009) Teoria da contabilidade. *São Paulo: Atlas*, 2009.
- IBGC. (2015) Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Governança corporativa. 2015.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. IBGC. (2015) Governança corporativa.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kaufmann, L., & Schneider, Y. (2004). Intangibles: a synthesis of current research. *Journal of Intellectual Capital*, 5(3), 366-388.
- Kayo, E. K. (2002). *A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Kayo, E. K., & Famá, R. (2004). A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(2).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1996). *Law and finance* (No. w5661). National Bureau of Economic Research.
- Lanzana, A. P. (2004). *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasil.
- Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Brookings Institution Press.
- Li, J. (1994). Ownership structure and board composition: A multi-country test of agency theory predictions. *Managerial and Decision Economics*, 15(4), 359-368.
- Lima, J. B. N. D. (2010). *A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).



- Lopes, A. B. (2002). *Informação Contábil e o Mercado de Capitais*. Cengage Learning Editores.
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2012). *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. Atlas.
- Lougee, B. A., & Marquardt, C. A. (2004). Earnings informativeness and strategic disclosure: An empirical examination of “pro forma” earnings. *The Accounting Review*, 79(3), 769-795.
- Machado, J. H., & Famá, R. (2011). Ativos Intangíveis e Governança Corporativa no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89-110.
- Malacrida, M. J. C., & Yamamoto, M. M. (2006). Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista contabilidade e finanças*, 17, 65-79.
- Nascimento, E. M., de Oliveira, M. C., Marques, V. A., & da Cunha, J. V. A. (2012). Ativos intangíveis: análise do impacto do grau de intangibilidade nos indicadores de desempenho empresarial-[doi: 10.4025/enfoque.v31i1.10586](https://doi.org/10.4025/enfoque.v31i1.10586). *Enfoque: Reflexão Contábil*, 31(1), 37-52.
- Perez, M. M., & Famá, R. (2006). Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(40), 7-24.
- Rodrigues, A. D. (2014). A Estrutura de Propriedade como Mecanismo de Governança no Brasil. *Caderno Profissional de Administração da UNIMEP*, 4(1), 76-91.
- Santana, M. H. (2001). O novo mercado e a governança corporativa. *Revista da CVM*, 4-8.
- Sarlo Neto, A. (2009). *Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Scott, W. R. (2014). *Financial accounting theory*. Pearson Education Canada.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Sonza, I. B. (2012). *Eficiência em Estruturas de Propriedade concentradas e Compensação de Executivos: Novas Evidências Para o Brasil*. Tese de Doutorado, Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Brasil.
- STEWART, T. A. (2001). *The wealth of knowledge: intellectual capital and the twenty-first century organization*. New York: Doubleday.
- Tucker, J. W., & Zarowin, P. A. (2006). Does income smoothing improve earnings informativeness?. *The Accounting Review*, 81(1), 251-270.
- Zingales, L. (1997). *Corporate Governance, in the New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, P. Newman ed.