

LISTAGENS EM SEGMENTOS ESPECIAIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A ACURÁCIA DAS PREVISÕES DE LUCROS DOS ANALISTAS DE MERCADO NO BRASIL

LISTINGS IN SPECIAL SEGMENTS OF CORPORATE GOVERNANCE AND ACURACY OF PROFIT FORECASTS OF MARKET ANALYSTS IN BRAZIL

Miguel Carlos Ramos Dumer¹
Antônio Lopo Martinez²

Resumo: Este trabalho objetiva compreender se existe relação entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA e a acurácia do consenso das previsões dos analistas. Os analistas de mercado atuam como intermediários informacionais, e contribuem para redução da assimetria entre administradores e acionistas, de modo a proporcionar um maior desenvolvimento do mercado. Para responder o problema proposto, além da pesquisa bibliográfica para o estabelecimento de variáveis dependentes e independentes, foi necessário captar os dados do lucro por ação estimado pelos analistas junto ao sistema I/B/E/S da base Thomson Reuters®, e do lucro por ação efetivo, realizado um ano após a previsão e disponível na base Economatica®. Utilizou-se regressão com a técnica de dados em painel e efeito fixo robusto, num grupo de 122 empresas, abrangendo um período de 20 trimestres (2007-1 a 2011-4). Os resultados encontrados não demonstram relação estatística significativa entre a adesão aos três níveis especiais de governança da BM&FBOVESPA e a acurácia das previsões de consenso dos analistas. Os resultados sugerem que em anos recentes a adesão ao Novo Mercado não é mais um sinal credível de melhoria da qualidade da informação financeira.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Analistas de Mercado. Acurácia.

Abstract: This paper aims to understand if there is a relationship between adherence to BM & FBOVESPA's differentiated levels of corporate governance and the accuracy of analysts' consensus. Market analysts act as informational intermediaries, and contribute to reducing the asymmetry between managers and shareholders in order to provide further market development. In order to respond to the proposed problem, in addition to the bibliographic research for the establishment of independent and dependent variables, it was necessary to capture the earnings per share data estimated by the analysts with the Thomson Reuters® base I / B / E / S system and the profit Per effective share, one year after the forecast and available in the Economatica® base. Regression was used with the panel data and robust fixed-effect technique, in a group of 122 companies, covering a period of 20 quarters (2007-1 to 2011-4). The results do not demonstrate a statistically significant relationship between adherence to BM & FBOVESPA's three special governance levels and the accuracy of analysts' consensus forecasts. The

¹ Mestre em Ciências Contábeis pela Fucape. Av. Fernando Ferrari, 1358. Boa Vista, Vitória/ES. CEP 29075-505 prof.migueldumer@gmail.com

² Professor do Programa de Pós-Graduação da Fucape. Av. Fernando Ferrari, 1358. Boa Vista, Vitória/ES. CEP 29075-505 lopo@fucape.br

results suggest that in recent years adherence to the Novo Mercado is no longer a credible sign of improving the quality of financial information.

Keywords: *Corporate Governance. Market Analysts. Accuracy.*

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro cresceu expressivamente na última década. No mesmo período as práticas de governança corporativa também se desenvolveram significativamente, tanto pelo crescimento do mercado acionário quanto pelo aprimoramento de diversos meios de acesso a informações, ou seja, melhoria nos canais de comunicação entre os agentes do mercado acionário. Nesse contexto, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bmf&Bovespa) criou três níveis distintos de listagem de empresas, que voluntariamente se comprometem a adotar melhores práticas de governança corporativa.

Para Lima (2009), as empresas que aderem a esses níveis diferenciados de Governança Corporativa têm como objetivo, entre outras coisas, reduzir a assimetria informacional entre os agentes e, com isso, geram a esperança de maior transparência dessas companhias.

Sendo assim, espera-se que a adoção de boas práticas de Governança Corporativa tenha como um dos principais pilares o aumento do *disclosure* das empresas para com os agentes do mercado (OKIMURA, 2003; LIMA, 2009).

O objetivo desta pesquisa é identificar se existe relação positiva entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA (nível 1, nível 2 e novo mercado), e a acurácia do consenso das previsões do lucro por ação (LPA) efetuada pelos analistas de mercado. O presente trabalho colabora para a compreensão da relação entre as práticas de governança corporativa, como uma ferramenta incentivadora do *disclosure*, e o comportamento das previsões dos analistas no Brasil. Dessa forma, o trabalho contribui tanto para a literatura sobre a governança corporativa como para a literatura sobre previsão dos analistas. Junto a isso, colabora para o mercado de capitais brasileiro, e os diversos agentes interessados (analistas, auditores, agências de *rating*, bancos, bolsas de valores, fundos de pensão, investidores, órgãos reguladores, as próprias empresas e seus gestores, etc.), ao evidenciar os impactos e características da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Para Saito, Villalobos e Benetti (2008), as pesquisas que objetivam compreender os fatores que influenciam os analistas em suas estimativas compõem, atualmente, um importante campo de estudo. Martinez (2004, p. 202) sugere o estudo de “como as práticas de *disclosure* da empresa influenciam o desempenho das previsões dos analistas.” Athanasakou, Strong e Walker (2009) defendem que se desenvolvam pesquisas a fim de se averiguar a real influência dos mecanismos de governança corporativa na qualidade das previsões.

A presente pesquisa se diferencia das antecessoras, que investigaram a relação entre governança corporativa e acurácia das previsões de consenso dos analistas no Brasil (DALMÁCIO, 2009; DALMÁCIO; LOPES; SARLO NETO, 2010), por abordar um espaço de tempo distinto das já realizadas, as antecessoras analisaram a relação entre adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa entre 2000 e 2008, ou seja, nove (09) anos, enquanto a presente pesquisa analisa um período de vinte (20) trimestres entre os anos de 2007 e 2011. No período abordado no presente trabalho o mercado de capitais brasileiro passou por um processo de mudança na informação contábil disponibilizada pelas empresas, sobretudo

em decorrência das mudanças introduzidas na Lei 6.404/76, pela Lei 11.638/07 (LIMA, 2010; SANTOS e CALIXTO, 2010), que acarretaram alterações nas expectativas de investidores e nos preços das ações (LIMA, 2010). Além disso, nesse mesmo período ocorreu uma crise internacional, iniciada no segundo semestre do ano de 2008, que abalou fortemente os valores de empresas listadas na BM&FBOVESPA (GENTIL; MARINGONI, 2009).

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Assimetria de Informação, Conflito de Agência e Governança Corporativa

Akerlof (1970) demonstrou como a assimetria informacional entre alguns agentes econômicos pode prejudicar o volume de negócios realizados no mercado. O conceito de agência é definido por Jensen e Meckling (1976) como a existência de um principal (proprietário/acionista) que emprega e delega poder a outra pessoa, o agente (aqui definido como o gestor, não confundir com o conceito mais amplo de agente tratado no assunto assimetria de informação). Sendo as duas partes maximizadoras de utilidade, há razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal. Ao contrário da firma clássica, onde o principal, dono ou acionista majoritário, normalmente é o próprio agente, numa situação de firma clássica, onde não existem conflitos (LOPES; MARTINS, 2005).

Em geral, é impossível para o investidor (principal) manter a relação de agência a um custo zero para assegurar que o agente tomará decisões de nível ótimo do ponto de vista do principal. O custo de agência é a soma das despesas de monitoramento por parte do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). As despesas referentes ao custo da agência são consequências das práticas de governança corporativa existentes para proteger os investidores (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Para Silveira (2004), a estrutura de incentivo e controle, tem como objetivo mitigar os custos oriundos do problema de agência, através da redução da assimetria de informação.

Os intermediários informacionais, como os analistas de mercado, contribuem para redução da assimetria entre administradores e acionistas, de modo a proporcionar um maior desenvolvimento do mercado (IUDÍCIBUS; LOPES, 2002), e são considerado como um dos principais usuários do *disclosure* disponibilizados pelas empresas que adotam as melhores práticas de governança corporativa (SILVEIRA, 2004; BYARD; LI; WEINTROP, 2006). Ao mesmo tempo em que os analistas utilizam as informações advindas das empresas para realizar suas previsões, eles também são divulgadores destas informações quando emitem suas análises e, conseqüentemente, contribuindo para reduzir a assimetria de informação entre diversos usuários (HEALY; PALEPU, 2001; MARTINEZ, 2004).

Para esta pesquisa, foi considerada como adoção de práticas de governança corporativa avançada a adoção aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, cuja adesão espontânea é realizada por um agente informado (empresa) para reduzir a assimetria de informação da parte desinformada (analistas, investidores, entre outros). Desse modo, a adesão ao nível 1, nível 2 e ao novo mercado representam determinado custo de agência justificado pelas vantagens da redução da assimetria entre agente e principal.

2.2. Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

A governança corporativa se desenvolveu significativamente no Brasil durante a última década em virtude do crescimento do mercado acionário e o aprimoramento dos meios de comunicação. Outro grande impulso foi à criação de três níveis distintos de listagem de empresas pela BM&FBOVESPA, em dezembro de 2000. Inspirado em experiências internacionais com vistas à ascensão dos mercados de capitais, como o *Neuer Market* alemão (NASCIMENTO, 2003). Para Okimura (2003, p.39), a criação desses três novos segmentos, chamados de nível 1 e nível 2 e novo mercado, “estabelecem, por meio de adesão voluntária de empresas novas ou já listadas, níveis de *disclosure* (...) superiores aos previstos em lei”. Importante frisar que algumas empresas podem praticar boas práticas de governança corporativa mesmo não pertencendo aos níveis diferenciados de governança corporativa, porém as que participam são comprometidas a praticá-las.

Uma das principais contribuições para a criação dos níveis diferenciados de Governança corporativa é sugerida por Barbedo, Silva e Leal (2009, p. 51) ao afirmarem que as “listagens de ações baseadas em práticas de governança são utilizadas pelas bolsas de valores para sinalizar ao investidor uma maior proteção contra expropriações praticadas pelos grupos controladores”. Afirmam também que tal política proposta pela BM&FBOVESPA tem o objetivo de passar confiança para o investidor a partir do aumento da transparência, pois o investidor terá acesso a melhores informações para precificar suas ações. Esses objetivos se alinham com a pretensão de reduzir a assimetria de informação e o atrito gerado pelo conflito da agência, além disso, espera-se que eles contribuam com o desenvolvimento não só do mercado de capitais, mas também da economia brasileira.

Outra característica dessa listagem de boas práticas de governança corporativa é proposta por Dalmácio (2009), que, a luz da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), considera a adoção voluntária das empresas ao nível 1, nível 2 e novo mercado como a emissão de um sinal que as empresas fornecem aos usuários do mercado. A autora considera que esses sinais influenciam os analistas e representam “parâmetros na mudança da probabilidade condicional que definem as crenças, tanto dos analistas na elaboração de suas previsões e recomendações quanto dos investidores na escolha de seus investimentos” (DALMÁCIO; LOPES; SARLO NETO, 2010, p. 13).

Os sinais emitidos pela adesão funcionam como redutor da assimetria entre os diversos agentes envolvidos. Mas, mesmo assim, a interpretação destes sinais pelos investidores costuma ser difícil e imprecisa, sendo assim os analistas de mercado assumem papel determinante para o mercado devido sua capacidade de captar e interpretar esses sinais.

2.3. Analistas de Mercado

Os analistas de mercado atuam como intermediários financeiros que reduzem a assimetria de informação entre os investidores e as empresas (IUDÍCIBUS; LOPES, 2002). Suas atribuições são as de projetar resultados e recomendar compra, venda ou permanência de ativos do mercado financeiro. Para isso, fazem uso das informações disponíveis, sejam elas formais ou não. Conforme Franco (2002), as considerações dos analistas de mercado podem ser assumidas como um limite superior das análises efetuadas pelos diversos agentes, já que os demais investidores normalmente não têm tempo nem formação adequada, por isso pagam pelos relatórios feitos pelos analistas.

Bertucci, Bernardes e Brandão (2006, p. 190), em pesquisa empírica com diversos personagens do mercado de capitais (dirigentes empresariais; gestores de *portfolio*; acionistas minoritários e executivos da Associação Brasileira dos Investidores do Mercado de Capitais, da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e da BM&FBOVESPA), evidenciam que a classificação de empresas por categorias diferenciadas de adesão a práticas de governança corporativa é uma das ferramentas usadas pelos analistas do mercado ao realizar suas previsões e recomendações.

Portanto, os analistas, além de utilizarem informações oriundas das práticas diferenciadas de governança corporativa, também levam em consideração o fato destas aderirem às classificações diferenciadas de práticas de governança. Outras informações são levadas em consideração pelos analistas na confecção de suas previsões como informações contábeis exigidas por lei, informações do ambiente econômico vigente, entre outras.

Martinez (2004) classifica três principais incentivos dos analistas na definição de suas previsões e recomendações. O primeiro é a remuneração, se parte significativa da remuneração dos analistas é oriunda de comissões, é possível que os analistas sejam incentivados a emitir previsões e recomendações contaminadas de viés, que atenda o interesse de aumento da própria remuneração. O segundo incentivo é o acesso a informações, visto que seu ofício depende da quantidade e qualidade das informações. Para isso, utilizam de relacionamento, formal ou informal, com dirigentes de empresas. Desse relacionamento pode surgir o receio de que uma avaliação negativa de uma empresa venha a prejudicar o relacionamento com o dirigente da mesma. O terceiro motivo são os efeitos na reputação gerados pela eficácia. Os analistas com melhor reputação geram uma quantidade maior de transações, por conseguinte, conseguem uma melhor remuneração. Sendo assim os analistas estão constantemente interessados em preservar da melhor forma sua reputação profissional.

2.3.1. Características das projeções dos analistas

Lang, Lins e Miller (2003) afirmam que existe consenso na literatura acadêmica de que quanto mais precisa a qualidade das projeções dos analistas de mercado, melhor será o valor das empresas analisadas, ou seja, sua precisão contribui positivamente para o valor da empresa. Por essa relevância para o mercado de capitais, o comportamento das previsões dos analistas é considerada uma importante área de pesquisa.

Os analistas utilizam diversas ferramentas para realizarem suas estimativas de LPA das empresas e suas recomendações de compra de ações, de venda ou permanência (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006).

Estudos acerca das projeções dos analistas normalmente se baseiam na estimativa do LPA, por ser de fácil comparação com o LPA realizado, além de serem amplamente divulgados pelas empresas de capital aberto. Outros autores tentam identificar possíveis fatores em nosso mercado, como as características das empresas e de seu ambiente informacional, que tenham relação com erros e o viés da estimativa do LPA (SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008).

Estudos evidenciam relação entre acurácia das previsões de LPA dos analistas e fatores inerentes à companhia, como o tamanho da empresa (LANG; LINS; MILLER, 2003; MARTINEZ, 2004; BHAT; HOPE; KANG, 2006; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008; DALMÁCIO, 2009), o resultado (lucro ou prejuízo) no trimestre em que a previsão foi efetuada (MARTINEZ, 2004; BHAT; HOPE; KANG, 2006; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008;

DALMÁCIO, 2009), a relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa – *price-to-book* – (RICHARDSON; TEOH; WYSOCKI, 1999; MARTINEZ, 2004, DALMÁCIO, 2009, DALMÁCIO; LOPES, SARLO NETO, 2010).

Da mesma forma, existem estudos que relacionam o LPA previsto pelos analistas com características relacionadas aos mesmos (analistas), como o otimismo (viés) da previsão (SILVA, 1998; MARTINEZ, 2004; DALMÁCIO, 2009; DALMÁCIO; LOPES, SARLO NETO, 2010) o número de analistas que acompanham a empresa (HOPE, 2003; MARTINEZ, 2004; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008, DALMÁCIO, 2009, DALMÁCIO; LOPES, SARLO NETO, 2010), entre outras. Algumas pesquisas procuram compreender a relação da acurácia nas previsões do LPA e a adesão das empresas a práticas diferenciadas de governança corporativa no exterior (BHAT; HOPE; KANG, 2006; BYARD; LI; WEINTROP, 2006) e no Brasil (DALMÁCIO, 2009, DALMÁCIO; LOPES, SARLO NETO, 2010; DALMÁCIO; LOPES; REZENDE, 2010), entre outras.

3. METODOLOGIA

Com o intuito de alcançar o objetivo proposto, foram selecionadas 94 empresas com ações negociadas na BMF&Bovespa, sendo todas participantes do Novo Mercado durante 20 trimestres (2007-1 até 2011-4). Utilizou-se como fonte de dados dos analistas a base *Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S)* do Thomson ONE Analytics, assim como a base Economática®. A partir dessas fontes foi possível ter acesso às bases de dados que apresentam um serviço de acompanhamento das projeções e realizações efetivas dos lucros por ações (LPA's), das diversas informações financeiras e contábeis, bem como as características de cada empresa observada. O site da Bovespa forneceu a lista de empresas pertencentes ao Novo Mercado e as datas de adesão das ao mesmo. Para captar a possível relação entre a variável explicativa (adesão ao novo mercado), as variáveis de controle e variável dependente (acurácia), foi utilizada uma regressões com a técnica de dados em painel, chamada por Gujarati (2006) de dados combinados. Para tanto, é necessário à utilização de efeito fixo.

3.1. Base de Dados e Descrição da Amostra

A amostra é composta por empresas participantes do novo mercado, nível 2 e nível 1. Desse modo, engloba as empresas da BM&FBOVESPA que devem cumprir as práticas mais exigentes de aprimoramento da transparência, ou seja, da elevação do *disclosure* (BM&FBOVESPA, 2009; OKIMURA, 2003).

Em relação às empresas selecionadas, foram acessadas as informações contábeis, financeiras e a projeção do LPA dos analistas durante o período do primeiro trimestre de 2007 até o último trimestre de 2011, permitindo um horizonte de 20 trimestres de observações por empresa listada em algum dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Nesse horizonte de análise, as empresas que por algum motivo não continham pelo menos uma previsão dos analistas foram excluídas da análise. Por esse motivo 33 empresas foram excluídas, de um total de 177 empresas que participam de um dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, conforme tabela 1.

TABELA 1: TOTAL DE EMPRESAS EXCLUÍDAS E INTEGRANTES DA ANÁLISE

EMPRESAS	Nº	%
Excluídas da análise	55	31,1
Integrantes da análise	122	68,9

TOTAL	177	100
-------	-----	-----

Outro objeto de corte das amostras possíveis foi o fato de, em alguns casos, não existir a informação do LPA realizado no período t com simultânea disponibilidade de no mínimo uma previsão realizada um ano antes. Com isso, algumas observações foram excluídas da análise.

TABELA 2: TOTAL DE OBSERVAÇÕES EXCLUÍDAS E INTEGRANTES DA ANÁLISE

OBSERVAÇÕES TRIMESTRAIS	Nº	%
Excluídas por falta dados	1000	40,98
Integrantes da análise	1440	59,02
TOTAL	2440	100

Os dados da tabela 1 demonstram que existe um número razoável de empresas que não possuem acompanhamento. A tabela 2 indica que mesmo entre as empresas que os analistas divulgam suas previsões não existe um acompanhamento sistemático. De qualquer forma, não é possível afirmar que não exista acompanhamento nas empresas excluídas (tabela 1) ou nos períodos excluídos (tabela 2) visto que os analistas *buy-side*, que não divulgam suas conclusões para o público geral, podem realizar acompanhamento de empresas e/ou períodos não analisados pelos *sell-side*, que divulgam seus relatórios.

3.2. Hipóteses

O presente trabalho, a partir de seu objetivo central, propõe testar as seguintes hipóteses:

- **H0** – Não existe relação estatisticamente significativa e positiva entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA e acurácia do consenso das previsões dos analistas.
- **H1** – Existe relação estatisticamente significativa e positiva entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA e acurácia do consenso das previsões dos analistas.

As hipóteses se sujeitam à validação do modelo de regressão propostos. O objetivo principal é perceber se o aumento de *disclosure*, proporcionado para empresas que voluntariamente aderem aos níveis diferenciados de governança corporativa, impacta a acurácia das previsões dos analistas de mercado, visto que os analistas são considerados os principais usuários do *disclosure* disponibilizados pelas empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa (BHAT; HOPE; KANG, 2006; BYARD; LI; WEINTROP, 2006) e os mais capacitados para interpretar os sinais emitidos (FRANCO, 2002).

3.3. Variáveis

3.3.1. Variável dependente

O constructo utilizado como *proxy* de acurácia terá como referência o modelo obtido dos trabalhos de Martinez (2004) e Dalmácio (2009), como descrito abaixo:

- **APCA_N** – Acurácia na previsão de consenso dos analistas mercado, para previsões realizadas com um (1) ano de antecedência.

Faz-se importante ressaltar que a acurácia trata do tamanho do erro de projeção, não se preocupa com a direção do erro, se otimista ou pessimista. Usando como referência o modelo utilizado por Martinez (2004) e Dalmácio (2009), calcula-se o erro da projeção, isto é, apenas a variação da distância entre LPA real e o LPA previsto, dividido pelo módulo do LPA real.

$$\text{Erro de Previsão} = LPA \text{ real} - LPA \text{ previsto} / |LPA \text{ real}| \quad (1)$$

Feito isso, calcula-se a média dos erros de previsão (equação 2) para se averiguar a existência de um viés nas previsões:

$$MEP = (1/n) \times \sum_{i=0}^n \text{Erro de Previsão} \quad (2)$$

Em seguida, calcula-se a média dos erros de previsão absolutos (equação 3) com objetivo de encontrar a acurácia das previsões dos analistas. Com isso, quanto mais próximo de zero for o resultado dessa variável, menor a ocorrência de erros. Em outras palavras, quanto menor o valor de MEPA, maior acurácia, configurando uma relação inversa.

$$MEPA = (1/n) \times \sum_{i=0}^n |\text{Erro de Previsão}| \quad (3)$$

Ao multiplicar *MEPA* por (- 1) é possível obter das variáveis independentes resultados que aumentam quando a acurácia da previsão é maior, ou seja, obter dos coeficientes das variáveis independentes resultados com sinais negativos quando tenha relação de redução da acurácia, e sinais positivos quando tenha relação de aumento da acurácia.

$$APCA_N = (-1) MEPA \quad (4)$$

3.3.2. Variáveis independentes explicativas da acurácia da previsão dos analistas

Após busca junto aos *sites* da BM&FBOVESPA e CVM foi possível identificarr as datas de adesão das empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa, para em seguida verificar os efeitos dessa adesão na acurácia das previsões de consenso das empresas que aderiram a esses níveis. As seguintes variáveis independentes explicativas foram utilizadas:

- **NM1** - variável *dummy* utilizada para captar se as previsões foram efetuadas em trimestres que empresa pertencia ao nível 1 de governança corporativa.
- **NM2** - variável *dummy* utilizada para captar se as previsões foram efetuadas em trimestres que empresa pertencia ao nível 2 de governança corporativa.
- **NMD** – variável *dummy* utilizada para captar se as previsões foram efetuadas em trimestres que empresa pertencia ao novo mercado.

Assume-se como variável *dummy* de valor um (1) as previsões que foram emitidas em trimestres que a empresa participava efetivamente do nível 1, nível 2 ou novo mercado, níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, e valor zero (0) caso o contrário. Estas variáveis explicativas independentes são as mesmas utilizadas por Dalmácio (2009), Dalmácio Lopes e Sarlo Neto (2010).

A presente pesquisa admite como pressuposto que a adesão de uma empresa a um dos três níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA proporcionará um maior nível de *disclosure* (OKIMURA, 2003,) que deve influenciar de forma estatisticamente significante e positivamente a acurácia da previsão dos analistas de mercado.

3.3.3. Variáveis de controle da acurácia da previsão de consenso dos analistas

As variáveis de controle têm como objetivo isolar o seu efeito sobre a variável dependente. Na presente pesquisa foram selecionadas sete (07) variáveis, tendo como base a revisão de literatura efetuada em outras pesquisas sobre o mesmo tema. São elas:

- **NUMAN** – Número de analistas que efetuaram previsões para cada empresa.

Esta variável indica o número de analistas que acompanharam a empresa i no período t . Diversas pesquisas identificam uma relação positiva entre o número de analistas que acompanham uma determinada empresa e a qualidade da acurácia (HOPE, 2003; MARTINEZ, 2004, SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008, DALMÁCIO, 2009).

Sendo assim, essa pesquisa considera que a acurácia da previsão de consenso possui relação com o número de agentes.

- **TAM** – Logaritmo natural do valor do Ativo de cada empresa no trimestre de emissão da previsão.

Esta variável tenta captar a influência das condições internas da empresa. Para tal, usou-se o ativo total de cada trimestre disponível no Economática®.

Diversas pesquisas identificam relação entre acurácia das previsões e o tamanho da empresa (MARTINEZ, 2004; CHIANG e CHIA, 2005; BHAT; HOPE; KANG, 2006; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008, DALMÁCIO, 2009).

Lang, Lins e Miller (2003) argumentam que quanto maior a empresa mais dispersa é sua área de atuação, o que torna mais complexa a análise dos analistas e aumenta a possibilidade de erro. Hope (2003) considera que empresas maiores implicam em maior quantidade de informações pública, melhorando o ambiente de informação e diminuindo o erro dos analistas.

- **DPREJ** – Variável *dummy* que capta a informação do resultado da empresa no trimestre de emissão da previsão.

Esta variável explicativa representa o resultado (lucro ou prejuízo) no trimestre em que a previsão foi efetuada. Assume valor igual a 1 (um) para o resultado real de prejuízo e 0 (zero) para o resultado real de lucro. Existem evidências que indicam uma menor acurácia para previsões feitas em períodos de resultado deficitário (MARTINEZ, 2004; BHAT; HOPE; KANG, 2006; SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008, DALMÁCIO, 2009).

- **PTB** (*Price-to-book*) – razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa (P/VP).

Um baixo P/VP (*value stocks*) tem um desempenho superior a um alto P/VP (*growth stocks*). Os investidores reagem de forma muito pessimista a uma situação de baixo P/VP, e muito otimista em situação de alto P/VP. Isto se deve ao fato dos investidores basearem suas esperanças de crescimento futuro no desempenho passado (FAMA; FRENCH, 1996). Ao adquirir ações a preço baixo em relação ao valor patrimonial, o investidor obtém maiores retornos.

Pesquisas demonstram que um alto *price-to-book* aprimora a acurácia (RICHARDSON; TEOH; WYSOCKI, 1999; MARTINEZ, 2004).

- **DOTIM** – variável *dummy* que compreende o viés da previsão dos analistas (otimista ou pessimista).

Assume valor igual a um (1) para previsões com viés otimista e zero (0) para previsões com viés pessimista. Silva (1998) e Martinez (2004) encontraram uma relação positiva entre viés otimista e acurácia, ao contrário de Dalmácio (2009). O viés otimista fica caracterizado quando o LPA previsto pelos analistas foi superior ao realizado na prática, e o contrário para

viés pessimista. Ou seja, leva em conta a direção do erro (positivo ou negativo) enquanto a acurácia se preocupa apenas com o tamanho do erro e não leva em consideração a direção.

- **Dummies de Trimestre** – Variável *dummy* que captura as peculiaridades de cada trimestre.

É um conjunto de variáveis binárias que assume valor igual a um (1) para determinado trimestre e zero (0) para os demais. Tem como objetivo captar e isolar os possíveis acontecimentos diversos nesses períodos com potencialidade de influenciar o resultado das empresas e a percepção dos outros agentes. Diversos trabalhos utilizam essa variável de controle (SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008, DALMÁCIO, 2009).

- **Dummies de Setor** – Variável *dummy* captura as peculiaridades de cada setor de atividade econômica definidos pela base de dados Econômica®.

É um conjunto de variáveis binárias que assumem valor igual a 1 (um) para as empresas que participam de um setor de atividade econômica específico, e 0 (zero) para as empresas de outros setores. Essa variável de controle também é utilizada em diversos trabalhos (SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008, DALMÁCIO, 2009).

4. TESTES E ANÁLISE DOS DADOS

4.1 Estatísticas Descritivas e Correlação Entre Variáveis

A partir dos dados coletados e selecionados, são apresentadas as estatísticas descritivas referentes às variáveis utilizadas.

TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Variável	Nº Obs.	Média	Des. Padrão	Min.	Max.
APCA_N	1627	-1,09844	4,03863	-84,4826	-0,00066
DN1	1627	0,19975	0,39994	0	1
DN2	1627	0,09281	0,29025	0	1
DNM	1627	0,54087	0,49848	0	1
NUMAN	1627	2,20221	1,46263	1	12
DOTIM	1627	0,85618	0,35102	0	1
TAM	1627	15,6084	1,65909	9,86365	20,50364
DPREJ	1627	0,098611	0,298243	0	1
PTB	1627	3,80953	6,959911	-15,2	117,6

Através dos dados apresentados na Tabela 3 observa-se, por meio da medida de acurácia (APCA_N), um significativo distanciamento entre os valores previstos individualmente pelos analistas e os valores realizados pelas empresas. A Tabela 4 apresenta uma situação aceitável de correlação entre as diversas variáveis.

TABELA 4: CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

	APCA_N	DN1	DN2	DNM	NUMAN	DOTIM	TAM	DPRJ	PTB
APCA_N	1								
DN1	0,0323	1							
DN2	-0,0981	-0,1598	1						
DNM	0,0754	-0,5423	-0,3472	1					
NUMAN	-0,107	0,1075	0,0137	-0,0033	1				

DOTIM	0,2393	0,069	-0,0923	0,0196	0,107	1			
TAM	-0,155	0,474	-0,02	-0,3901	0,3802	0,0951	1		
DPRJ	-0,0084	-0,0795	0,0079	0,0634	-0,0891	-0,2569	-0,1218	1	
PTE	0,0311	-0,1323	-0,0606	0,0224	0,0661	0,0543	-0,128	-0,0714	1

4.2. Apresentações Do Modelo, Resultados E Análise

Realizou-se o teste de Hausman para selecionar os estimadores de efeitos aleatórios ou os de efeitos fixos. O resultado do teste foi de 48,90 ao nível de significância de 0.00%, permitindo rejeitar a hipótese nula que supõe serem não sistemáticas as diferenças entre os coeficientes destes dois estimadores. Sendo assim é possível assumir que a estimação do modelo pelos efeitos fixos proporcionará melhores resultados. O método de regressão robusta foi utilizado, pois este “procura detectar e corrigir situações de heterocedasticidade dos termos de perturbação” (FÁVERO *et al*, 2009, p. 393).

4.2.1 Apresentação do Modelo de regressão

O modelo de regressão utilizado para análise do impacto das variáveis independentes na variável dependente pode ser representado pela equação:

$$ACURACIA_{it} = \alpha + \alpha 1 DN1_{it} + \alpha 2 DN2_{it} + \alpha 3 DNM_{it} + \sum_j^k \omega_j VC_{jit} + ai + e_{it} \quad (5)$$

Em que $ACURACIA_{it}$, representa a acurácia da previsão do consenso dos analistas para a empresa i no período t . Essa variável será representada por $APCA_N$, conforme utilizado por Martinez (2004) e Dalmácio (2009); $DN1$, $DN2$ e DNM representam, respectivamente, as variáveis independentes *dummies* de adesão ao nível 1, nível 2 e novo mercado pela empresa i no período t . VC_{jit} é composto por variáveis de controle j , de um total de k variáveis, para a empresa i no período t ; ai representa os efeitos específicos não observáveis para empresa i , e e_{it} representa o erro de aleatório para a empresa i no período t .

Os coeficientes $\alpha 1$, $\alpha 2$ e $\alpha 3$ representam a relação entre a adesão ao nível 1, nível 2 e novo mercado, respectivamente. Caso o valor encontrado desses coeficientes seja estatisticamente significativo e positivo, pode-se assumir que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA resulta em uma melhor acurácia na previsão de consenso dos analistas que emitiram previsões de LPA para estas companhias. Entretanto, caso o valor estimado tenha sinal negativo, indicaria uma redução da acurácia.

4.2.2 Apresentação dos resultados da regressão

Depois de cumprida as exigências para a escolha do modelo apresentam-se na Tabela 5 o resultado da regressão que tem a acurácia da previsão de consenso dos analistas como variável dependente.

TABELA 5: RESULTADOS DA REGRESSÃO

Variáveis	Coefficientes	t	P> t
DN1	0,56061		0,398
DN2	3,50048	0,235	0,234
DNM	0,8468025	0,287	0,281
Variáveis de Controle			
NUMAN	- 0,0169224	0,457	0,555

DOTIM	1,030608***	0,000	0,000
TAM	- 0,4628983	0,114	0,111
DPREJ	0,0272022	0,847	0,986
PTB	0,001699	0,762	0,692
<i>Dummies</i> Trimestre	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> Setor	-	-	-
N° Obs.	1627		
Estatística-F	44,62***		
R2 ajust.	3,25		

Nota: (1) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: ***(menor que 1%), **(menor que 5%) e *(menor que 10%); (2) Para *dummies* ano e setor, "sim" significa que pelo menos uma foi significativa e "não" o oposto.

A partir do modelo já descrito, buscou-se testar se a variável que representa a acurácia na previsão de consenso dos analistas (APCA_N), é influenciada pela adesão da empresa avaliada aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Rejeita-se a hipótese nula segundo a qual os coeficientes são conjuntamente iguais a zero, tendo em vista o resultado da estatística F. Pela abordagem dos efeitos fixos robustos, apresentou valor (44,62) significativa (1%).

4.2.3. Análise dos resultados

Através do resultado encontrado pela regressão não é possível afirmar que exista relação estatisticamente significativa entre a variável dependente APCA_N e as variáveis independentes explicativas DN1, DN2 e DNM, não rejeitando a hipótese de pesquisa **H0**, isto é, não foi possível afirmar que exista relação estatisticamente significativa entre a acurácia do consenso dos analistas para previsões do LPA das empresas participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA entre o primeiro trimestre de 2007 e o quarto trimestre de 2011.

Esse resultado se alinha, em partes, com os apurados por Dalmácio (2009). As variáveis representativas do nível 1 e nível 2 possuem resultado semelhante, com coeficientes positivos, mas não significantes. Porém a variável explicativa do novo mercado foi encontrada pela autora como positiva e significativa. A presente pesquisa identificou sinal positivo, no entanto, não significativa para o coeficiente que representa a relação entre a variável dependente APCA_N e a variável explicativa DNM.

Uma possibilidade para tal resultado é citada por Franco (2002), quando sugere que os analistas são agentes externos com maior capacidade de fontes de acesso a informação. Sendo assim, eles poderiam possuir antecipadamente informações suficientes antes das informações oriundas pela adesão aos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA.

Outra sugestão para tal resultado advém da recente crise internacional, que se iniciou no ano de 2008, abalando fortemente o valor de empresas listadas na BM&FBOVESPA, e, com isso, "o estoque de ativos se transformou em fuga de capitais". (GENTIL; MARINGONI, 2009, p, 100). Além disso, as alterações introduzidas na Lei 6.404/76 pela Lei 11.638/07 causaram mudanças significativas na informação contábil disponibilizada por empresas do mercado de capitais brasileiro a partir de 2008 (LIMA, 2010; SANTOS e CALIXTO, 2010), inclusive causando alterações nas expectativas de investidores e nos preços das ações (LIMA, 2010).

Antunes *et al* (2012, p. 18), enfatizam que os analistas de mercado são os agentes que sofrem alguns dos principais impactos oriundo dessas alterações.

A única variável de controle que obteve significância (1%) foi DOTIM, responsável por identificar o impacto de previsões com viés otimistas. A mesma obteve sinal positivo, o que indica uma relação direta entre as previsões otimistas e a acurácia. Esse resultado corrobora com os encontrados por Martinez (2004), mas, por outro lado, não estão alinhados com as evidências encontradas por Dalmácio (2009), que encontrou uma relação negativa. Martinez (2004, p. 123) considera que “um analista será relativamente otimista ou relativamente pessimista dependendo dos aspectos vinculados à sua personalidade”. O mesmo autor comenta que o otimismo ou pessimismo dos analistas também podem estar relacionados a fatores externos como expectativas referentes ao mercado, circunstâncias econômicas e fatores políticos. Consequentemente, é difícil precisar um possível motivo, contudo é notório que nesse período ocorreu o advento de uma grande crise econômica em meados de 2008. De acordo com os resultados encontrados, as previsões pessimistas parecem ter se mostrado carregadas de receio exagerado.

As variáveis NUMAN, TAM, DPREJ e PTB, que representam respectivamente número de analistas que emitiram previsões para o mesmo período, tamanho do ativo, a *dummy* que identifica prejuízo no período que a previsão foi efetuada e a variável que representa o indicador *price-to-book*, não demonstraram ser estatisticamente significantes. Além disso, algumas das variáveis *dummy*, utilizadas para controle dos efeitos temporais, demonstram significância estatística.

5. CONCLUSÃO

Este trabalho buscou responder o seguinte problema de pesquisa: Existe relação positiva e significativa entre a adesão de empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa e a acurácia das previsões de consenso dos analistas de mercado para estas empresas? Porém não foi possível identificar relação estatisticamente significativa entre a variável dependente, a acurácia de consenso dos analistas, e as variáveis explicativas de adesão ao nível 1, nível 2 e ao novo mercado.

Uma sugestão para esse resultado pode advir da recente crise internacional que teve início em meados de 2008, que abalou fortemente o valor de empresas listadas na BM&FBOVESPA (GENTIL; MARINGONI, 2009). Tal fato pode ter influenciado a acurácia das previsões visto que as “projeções de resultados dos analistas são muito sensíveis às expectativas do mercado, às circunstâncias econômicas e até mesmo a fatores políticos (...)” (MARTINEZ, 2004, p. 76).

Além disso, as alterações introduzidas na Lei 6.404/76 pela Lei 11.638/07 causaram mudanças significativas na informação contábil disponibilizada por empresas do mercado de capitais brasileiro a partir de 2008 (LIMA, 2010; SANTOS; CALIXTO, 2010), inclusive causando alterações nas expectativas de investidores e nos preços das ações (LIMA, 2010).

Antunes *et al* (2012, p. 18) enfatizam que os analistas de mercado são os agentes que sofrem alguns dos principais impactos oriundo dessas alterações, o que pode ter causado um desafino entre acurácia das previsões e o resultado efetivo, mesmo para previsões efetuadas junto às empresas participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Apenas a variável de controle DOTIM obteve significância (1%) com sinal positivo. A mesma é responsável por identificar o impacto de previsões com viés otimistas. Esse resultado corrobora com os encontrados por Martinez (2004), no entanto, por outro lado, não estão alinhados com as evidências encontradas por Dalmácio (2009), que encontrou uma relação negativa.

Ao final deste trabalho, infere-se que em anos recentes, a simples adesão ao Novo Mercado não é mais um sinal credível de melhoria da qualidade da informação financeira. Cabe sugerir a futuros pesquisadores que se debrucem sobre alguns temas aqui discutidos a fim de compreender mecanismos de governança mais efetivos que possam colaborar positivamente para a melhoria da acurácia das previsões de resultados dos analistas. Em especial tentem avaliar a contribuição das alterações no modelo contábil brasileiro e das recentes crises econômicas.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G. A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ANTUNES, M. M. T. P.; GRECCO, M. C.; P. FORMIGONI, H.; NETO, O. R. M. A adoção no Brasil das normas internacionais de contabilidade IFRS: o processo e seus impactos na qualidade da informação Contábil. **Revista de Economia e Relações Internacionais - FAAP**, São Paulo, v. 10, n. 20, p. 5-20, jan. 2012.
- ATHANASAKOU, V. E.; STRONG N. C.; WALKER M. Earnings management or forecast guidance to meet analyst expectations? **Accounting and Business Research**, v. 39. n. 1. p. 3-35. 2009.
- BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, v. 63 n. 1, p. 51-62 Jan - Mar. 2009.
- BERTUCCI, J. L. O.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **R.Adm.**, São Paulo, v.41, n.2, p.183-196, abr./maio/jun. 2006.
- BHAT, G.; HOPE, O.; KANG, T. Does Corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecast? **Accounting and Finance**, v. 46, n. 5, p. 715-732, 2006.
- BYARD, D.; LI, Y.; WEINTROP, J. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. **Journal of Accounting and Economics**. v. 25, n. 5, p. 609-625, 2006. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278425406000706>> Acesso em: 12 abr. 2012.
- DALMÁCIO, F. Z. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro**: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização. 2009. 241 f. Tese (Doutorado em Controladora e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- _____, F. Z. LOPES, A. B. SARLO NETO, A. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ANPCONT), 4., 2010, Natal (RN). **Anais...** Natal: ANPCONT, 2010.

- _____, F. Z.; _____, A. B.; REZENDE, A. J. Governança corporativa e acurácia das previsões individuais dos analistas: uma análise no mercado brasileiro. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 10 ed., 2010, São Paulo (SP). **Anais...** São Paulo: USP, 2010.
- FAMA, E.; FRENCH, K. Multifactor explanations of asset pricing anomalies. **Journal of Finance**. Chicago, v. 51, n. 1 p. 55-84, 1996.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FRANCO, D. Projeções de lucros sistematicamente exagerados: um estudo para o Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 56, n. 4, p. 591-603, out.- dez. 2002.
- GENTIL, D. L.; MARINGONI, G. Crise econômica e condicionantes externos e internos. In. BISPO, C. R. MUSSE, J. S. VAZ, F. T. MARTINS, F. J. (Org.) **Crise financeira mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho**. Brasília: ANFIP, 2009.
- GUJARATI, D. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. De volta para o futuro: óbito presumido e outros mitos que habitam o castelo da contabilidade. **UnB Contábil**. Brasília, v. 6, n. 2, p. 53-60, jan-jun, 2002.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, n. 4, p. 305-360, oct. 1976.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31. n. 1-3. p. 405-440, 2001.
- HOPE, O. K. Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts forecast accuracy: an international study. **Journal of Accounting Research**. Austin, v.41, n. 2, p. 235-272, May. 2003.
- LANG, M. H.; LINS, K. V.; MILLER, D. P. ADR's analysts, and accuracy: does cross listing un the Unit States improve a firm's information environment and increase market value? **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 41, n. 2, p. 317-345, May. 2003.
- LIMA, G. A. S. F. Nível de evidenciação X custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**. USP, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 95-108, janeiro/abril 2009.
- LIMA, J. B. N. **A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil**. 2010. 244 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, FEA/USP, São Paulo, 2010.
- LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.
- MARTINEZ, A. L. **Analisando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto**. 2004. 234 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.
- NASCIMENTO, L. C. **Governança Corporativa: um estudo do efeito da adesão das empresas de capital aberto às práticas de governança da Bovespa sobre o valor de suas ações**. 2003. 110 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.
- OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

RICHARDSON, S. A.; TEOH, S. H.; WYSOCKI, P. D. Tracking analysts' forecasts over the annual earnings horizon: are analysts' forecasts optimistic or pessimistic? **Working Paper**. University of Michigan. 1999.

SAITO, R.; VILLALOBOS, S. J.; S., BENETTI, C. Qualidade das projeções dos analistas sell-side: evidência empírica do mercado Brasileiro. **Rausp**. São Paulo, v.43, n.4, p.356-369, Out./Nov./Dez. 2008.

SANTOS, E. S.; CALIXTO, L. Impactos do início da harmonização contábil internacional (lei 11.638/07) nos resultados de empresas abertas. **RAE-eletrônica**, v. 9, n. 1, art. 5, 2010.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, p. 737-738, jun, 1997.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação de desempenho das empresas no Brasil. 2004. 254 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.