

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

André Abreu de Almeida\* E-mail: [andre.a.almeida@ufes.br](mailto:andre.a.almeida@ufes.br)

Alfredo Sarlo Neto\* E-mail: [sarloneto@ccje.ufes.br](mailto:sarloneto@ccje.ufes.br)

Leonardo Lima Gomes\*\* E-mail: [leonardolima@iag.puc-rio.br](mailto:leonardolima@iag.puc-rio.br)

Paulo Victor Gomes Novaes\* E-mail: [pvgnovaes@hotmail.com](mailto:pvgnovaes@hotmail.com)

\* Universidade Federal do Espírito Santo - UFES

\*\*Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

**Resumo:** Esta pesquisa teve como objetivo investigar a influência do *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) sobre a informatividade dos lucros contábeis das empresas listadas na BM&FBovespa. Considerou-se como informatividade a intensidade da relação entre o lucro contábil e o retorno das ações, apurada pelo coeficiente angular da reta estimada pela regressão linear entre as variáveis PE/VC e Lucro Líquido Ajustado (LLA). Os dados necessários para a elaboração da pesquisa foram extraídos do banco de dados do Economatica® e de prospectos de emissão pública de ações disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários. A amostra foi composta por 1.177 observações de empresas não-financeiras listadas na BM&FBovespa no período de 2004 a 2011, sendo identificadas um total de 123 (cento e vinte e três) empresas não financeiras ofertantes de ações, sendo que 47 (quarenta e sete) possuíam investimentos caracterizados como PE/VC. Espera-se com esta pesquisa contribuir com a ampliação do conhecimento sobre o papel da contabilidade no mercado de capitais. O resultado apurado confirma a hipótese de que a informatividade dos lucros contábeis é positivamente relacionada com a existência de PE/VC. Adicionalmente, encontraram-se evidências de que o mercado brasileiro se comporta de maneira similar a outros mercados quando analisadas as variáveis *market-to-book* (MTB) e endividamento (END).

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

**Abstract:** This study aimed to investigate the Private Equity and Venture Capital influence (PE/VC) on accounting profits informativeness of the companies listed in BM&FBovespa. Informativeness is considered as the relationship intensity between accounting profits and the stock return, measured by line angular coefficient estimated by a linear regression between variables PE/VC and Adjusted Net Income (LLA). Data used in this research were taken out from Economatica® software and from public offering prospectus, available on Comissão de Valores Mobiliários (CVM, similar to SEC) website. The sample consisted of 1.177 observations of non-financial companies listed in BM&FBovespa between 2004 and 2011, identifying a total of 123 (one hundred and twenty-three) non-financial firms that offer shares, as 47 (forty-seven) of them had investments characterized as PE/VC. With this research, we hope to contribute to the expansion of knowledge about the accounting role on capital market. The findings confirm the hypothesis that the informativeness on accounting profits is positively related with PE/VC existence. Further, there are evidences that Brazilian market behaves similarly to other markets when variables market-to-book (MTB) and indebtedness (END) are analyzed.

**Keywords:** Informativeness on accounting profits. Private Equity. Venture Capital.

## 1 INTRODUÇÃO

A informação contábil nos mercados financeiros, atualmente, é uma das áreas mais estudadas pela academia contábil (GUL; WAH, 2002; FIRTH; FUNG, 2007 MENDEZ, 2009). Em linhas gerais, o mercado financeiro é um dos principais usuários dos números contábeis, por intermédio de analistas, investidores institucionais e individuais, bancos de investimentos e outros (FAMA, 1970; HOUTHAUSEN; VAFEAS, 2000; WATTS, 2001; LOPES, 2002).

Nos países com mercados de capitais desenvolvidos, os trabalhos sobre informatividade, considerada como a intensidade da relação entre informação contábil e o retorno das ações (VAFEAS, 2000), apresentaram um grande número de evidências que demonstraram a importância da contabilidade para os seus usuários externos. Tal fato está diretamente ligado à capacidade que a contabilidade possui de gerar informações, ou seja, o seu potencial de transmitir informações que influenciam as expectativas de seus usuários (SARLO NETO et al., 2011).

As pesquisas sobre a informatividade das demonstrações contábeis divulgadas no mercado de ações brasileiro estão em crescimento, principalmente depois dos estudos realizados por Schiehl (1996), Bernardo (2001), Martinez (2001), Lopes (2002), Sarlo Neto (2009) e, mais recentemente, Brugni et al. (2012). Tais trabalhos levantaram evidências de que os preços das ações reagem às informações divulgadas pela contabilidade. Alguns desses estudos revelaram, ainda, a influência de determinadas características das empresas sobre a informatividade dos lucros contábeis, porém pesquisas realizadas sobre o tema e a presença do *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) não são encontradas frequentemente no ambiente brasileiro.

Para Rossi (2010, p.1), o “*Private Equity* é o investimento em empresas de capital fechado que apresentam alto potencial de crescimento e cujos investidores têm por característica atuar proximamente na gestão das empresas adquiridas”. Já o termo *Venture Capital* (VC) é geralmente utilizado para definir o investimento utilizado para financiar uma *startup*, garantindo a sobrevivência, expansão ou mudança de propriedade (COYLE, 2000).

Atuando conjuntamente, o setor de *Private Equity* e *Venture Capital* brasileiro é ainda recente, apesar de já possuir um visível impacto na economia, principalmente na evolução do mercado acionário ocorrida notadamente a partir do ano de 2004, representando no acumulado entre 2004 e 2011, incidência em 35% das ofertas ocorridas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). Porém, apesar desta expressiva participação, são escassos os estudos baseados nesta indústria, principalmente análises sobre os impactos produzidos nas empresas investidas por PE/VC.

No Brasil a estrutura legal para este tipo de investimento está amparada nos Fundos de Investimentos em Participações (FIP), regulados pela CVM através da Instrução CVM nº. 391/2003. Os FIP congregam recursos de um ou mais investidores para aplicações de longo prazo, geralmente, tais recursos são direcionados para empresas não listadas em Bolsa de Valores, porém, após alguns anos, os investidores passam para um estágio seguinte caracterizado pela saída com venda das ações na Bolsa de Valores (RIBEIRO, 2005; CARVALHO, RIBEIRO, FURTADO, 2006).

Gioilelli (2008) identificou que as companhias financiadas por fundos de *private equity* e *venture capital* possuem melhor qualidade de informação contábil (medida pelo nível de gerenciamento de resultados contábeis) do que aquelas que não contaram com esta forma de financiamento, encontrando evidências de que as organizações de PE/VC influenciam de forma positiva as práticas de governança corporativa das empresas que receberam investimentos.

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

Metrick e Yasuda (2010), ao analisarem 238 fundos de PE/VC mantidos por uma instituição gestora destacaram que o investimento não representa apenas uma “entrada” de recursos na companhia. Pois, como o ciclo de vida deste processo é, na maioria dos casos inferior a 10 anos (RAMALHO et al., 2012), os fundos implantam uma maior transparência nos processos de gestão das empresas investidas, porque

sabem que em acordos futuros sua reputação será avaliada na construção de novas parcerias. O fator motivacional deste mercado é o fato dos investidores desejarem obter retornos de longo prazo acima daquele que é observado no mercado acionário. E isso impulsiona a disponibilização de recursos para serem investidos nos fundos de PE/VC (TAVARES, 2008, p.3).

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

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

Como se pode notar, apesar da literatura indicar ser o PE/VC um agente capaz de incentivar a ampliação da qualidade da gestão e, conseqüentemente, das informações contábeis, a pesquisa contábil nesta área no Brasil ainda é relativamente escassa, sendo assim, considerando a relevância da contabilidade no mercado brasileiro, tendo como foco o ambiente de *Private Equity* e *Venture Capital*, o trabalho objetiva responder se e como a presença de PEVC está relacionada com a informatividade dos lucros contábeis.

Assim, considerando o constante monitoramento dos investidores PE/VC em relação às práticas contábeis (GIOIELLI, 2008), a reputação dos fundos de PE/VC (DEMIROGLU; JAMES, 2010) e a gestão profissional imposta às empresas investidas (SAHLMAN, 1990), levanta-se como hipótese deste trabalho:

H1: A presença de *private equity* e *venture capital* agrega maior informatividade aos lucros contábeis divulgados.

A apresentação desta hipótese foi motivada pelas evidências encontradas por Beuselinck et al. (2009), onde apontaram que a alta qualidade dos demonstrativos financeiros pode ser uma maneira dos gestores dos fundos de PE/VC sinalizarem aos investidores, seu profissionalismo e a qualidade das empresas que pertencem a

sua carteira. Em que pese tais autores utilizarem como métrica para apurar a qualidade da informação contábil o conservadorismo condicional, observa-se que os incentivos que motivam esta pesquisa são os mesmos.

Compreende-se que esta pesquisa complementarará o campo de pesquisas sobre informatividade dos lucros contábeis nos mercados brasileiro, considerando a influência de variáveis consagradas na literatura internacional, quais sejam: endividamento, *market-to-book*, tamanho e perdas, ampliando os estudos realizados no país (ATIASE, 1985; FREEMAN, 1987; COLLINS; KOTHARI, 1989; DHALIWAL et al., 1991; CHANEY; JETER, 1992; HAYN, 1995; LA PORTA et al., 1998; BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000; HAND, 2001; JIAMBALVO, 2002; PALEPU; HEALY; BERNARD, 2004).

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Informatividade dos lucros**

A contabilidade avaliada com base na sua capacidade de fornecer informações que sejam úteis ao processo de decisão dos usuários é conceituada como *Information Approach* (abordagem da informação). A partir do entendimento deste conceito, o mercado de capitais se transforma em um laboratório de informações, possibilitando uma gama de pesquisas na área contábil, tendo como foco a relevância da informação contábil (FAMA, 1970; HOUTHAUSEN; VAFEAS, 2000; WATTS, 2001; LOPES, 2002).

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

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

No mesmo ano, Beaver (1968) concluiu que os preços das ações registram grandes variações quando da divulgação do conteúdo das informações contábeis,

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

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

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

**Quadro 1** - Estudos sobre relações entre informação contábil e outras variáveis

Relação da informação contábil com	Autores	Constatações
Tamanho da empresa (TAM)	Atiase(1985), Freeman (1987), Chaney e Jeter (1992) e Jambalvo (2002)	Positivamente correlacionada
Relação entre valor de mercado da firma e o valor contábil do patrimônio líquido (Market-to-book – MTB)	Collins e Kothari (1989), Hand (2001) e (Palepu; Healy; Bernard, 2004)	Quanto maior o MTB, maior a informatividade
Nível de endividamento das empresas (END)	Dhaliwal et al. (1991)	Alto endividamento, fraca relação entre lucro contábil e retorno.
Prejuízos contábeis (NEG)	Hayn (1995)	Prejuízos possuem menos conteúdo informativo Países com sistema <i>Code-Law</i> possuem menos condições favoráveis para que a contabilidade exerça o seu papel como meio de informação.
Diferentes níveis legais e Governança Corporativa	La Porta et al. (1998), Ball, Kothari e Robin (2000)	Países com sistema <i>Code-Law</i> possuem menos condições favoráveis para que a contabilidade exerça o seu papel como meio de informação.

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

Gul e Wah (2002) pesquisaram o mercado americano e obtiveram evidências sobre a relação entre informatividade dos lucros e diferentes níveis de participação

acionária nas companhias, concluindo que em empresas com maior concentração de controle, o efeito entrincheiramento é dominante. Tais resultados também foram encontrados por Mendez (2009) quando pesquisou a influência dos Bancos (acionistas) sobre a informatividade das empresas investidas no ambiente espanhol e por Firth, Fung e Rui (2007) ao analisar o mercado acionário chinês.

Petra (2007) ao analisar as 500 (quinhentas) maiores empresas de capital aberto dos EUA listadas no ranking da Forbes verificou que a participação maior de gestores independentes (não controladores), está associada com a maior informatividade dos lucros contábeis e com a redução da capacidade da administração manipular resultados.

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

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

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

2 - os dividendos contribuem positivamente para a informatividade do lucro como variável explicativa do retorno das ações (BRUGNI et al., 2012).

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

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

Inicialmente, cabe ressaltar que as pesquisas que abordam a temática da informatividade da contabilidade partem de premissas amplamente divulgadas de

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

Lopes (2005, p.78) descreve “que os investidores comportam-se como se o resultado contábil fornecesse informações sobre o valor econômico da empresa”. Sendo assim, a partir do modelo consagrado por Easton e Harris (1991), aplicado por Sarlo Neto (2009) no ambiente brasileiro, onde a relação lucro contábil e o retorno das ações é apresentada por uma equação em que o retorno das ações é definido como uma variável explicativa/dependente da variável lucro contábil, reconhecendo a seguinte especificação:

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot LC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

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

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

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

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

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

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

## **2.2 Private equity e venture capital**

Uma característica comum existente no investimento na modalidade PE/VC está relacionada ao fato de que se trata de participações privadas de longo prazo de



maturação, realizadas em empresas de capital fechado ou aberto, aliada a um processo de participação na gestão do negócio ou de seu monitoramento. Outra importante característica desse investimento é sua orientação para a “saída” em prazos longos, também conhecido como desinvestimento (LOPES E FURTADO, 2006).

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

Ao financiarem projetos na modalidade de PE/VC os investidores se valem de práticas sofisticadas de seleção, governança e monitoramento, o que os diferem dos demais investidores típicos do mercado acionários. Esses tendem a participar mais da gestão das empresas, influenciando a tomada de decisão e estratégias, conseguindo assim mitigar os riscos e influenciar a probabilidade de sucesso e saída do negócio (SAHLMAN, 1990).

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

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

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

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

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

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

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

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

Apesar disto, Santos (2008) investigou que uma das características dos investimentos na modalidade PE/VC é o caráter incompleto dos contratos financeiros das operações, que deixam espaço para as incertezas características dessas operações, o que, conseqüentemente, as torna de maior risco. O que não implica dizer que elas sejam menos atrativas, uma vez que os riscos advindos da natureza assimétrica das informações relevantes à tomada das decisões de investimentos e das decisões operacionais; por outro lado, podem propiciar retornos

excepcionalmente altos, compensando em muito os riscos assumidos no momento da contratação.

Para Ramalho et al. (2012, p.AB231), “a governança é um aspecto essencial e presente em todo o ciclo de PE/VC após o investimento, tanto entre a organização gestora (GP) e o investidor (LP), quanto entre a organização gestora e as empresas investidas”. Desta forma, corroborando com as observações apontadas por Ramalho et al. (2012), no tópico a seguir, será discutida a relação entre a informatividade da contabilidade e a presença do PE/VC, observando os aspectos atinentes à teoria de agência, custos de agência, conflitos de interesses e assimetria de informações.

### 2.3 Informatividade da contabilidade e PE/VC

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

Em países com sistema este sistema jurídico, Lerner e Schoar (2005) concluíram que os fundos de PE/VC obtêm o controle da sociedade através da participação majoritária e compõem a maioria do conselho de administração. Tal constatação foi refutada por Silva (2010) ao analisar o controle acionário das companhias com investimentos de fundos de PE/VC que passaram por Oferta Pública de Ações na BM&FBovespa, concluindo que a maioria (81,57%) das empresas analisadas possuem de Acordo de Acionista.

No ambiente contábil, o efeito *enforcement*<sup>1</sup> é avaliado de forma positiva, pois um maior efeito *enforcement* é representado por um maior número de normas ou instrumentos dedicados a proteção de investidores. Portanto, o aumento do efeito *enforcement* pode provocar um incremento da informatividade dos lucros contábeis (vide figura 1). Essa afirmação é condizente com as evidências encontradas por La

---

<sup>1</sup> O termo *enforcement* é utilizado para definir o efeito cumprimento (*enforcement*), que consiste na capacidade que o sistema jurídico de um mercado possui de fazer cumprir os direitos dos acionistas minoritários (SARLO NETO, 2009).

Porta et al. (1998) e Ball, Kothari e Robin (2000), apud SARLO NETO, RODRIGUES E ALMEIDA (2010).

**Figura 1** - Relação entre PE/VC e informatividade dos lucros contábeis



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

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

Portanto, o efeito *enforcement*, que pode ser observado pela presença do acordo de acionistas e/ou pela adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa poderá conferir um impacto positivo à contabilidade, provavelmente neutralizando o efeito entrincheiramento provocado pela concentração de votos (SARLO NETO, 2009; SARLO NETO, RODRIGUES E ALMEIDA, 2010).

### 3 METODOLOGIA

Com base na metodologia empírico-analítica, com abordagem quantitativa, o estudo investiga a relação de duas variáveis: informatividade do lucro contábil e presença de PE/VC. Os dados necessários para a elaboração da pesquisa foram extraídos das seguintes fontes de informação: banco de dados do Economatica® e prospectos de emissão pública de ações disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários.

Como o estudo foi direcionado ao mercado acionário brasileiro, a população foi composta por empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) durante o período de janeiro de 2004 a dezembro de 2011, tais empresas fornecem ao público informações necessárias para a aplicação do modelo de regressão linear aplicado neste estudo. Partindo desta população, foram adotados alguns procedimentos e tratamentos que resultaram em uma amostra.

Durante o período analisado, foi identificado um total de 286 (duzentos e oitenta e seis) empresas não financeiras ofertantes de ações, sendo que 32 (trinta e duas) possuíam investimentos caracterizados como PE/VC. Ressalta-se que não foi necessário que as empresas apresentassem tais variáveis em todos os anos da amostra.

#### 3.1 Definição das variáveis

##### 3.1.1 Variáveis dependentes e independentes

Conforme descrito no referencial teórico, utilizou-se o Retorno Anormal (RA) como medida de apuração do excesso de retorno da empresa em relação ao mercado em determinado período, tal procedimento foi adotado anteriormente por Fama (1970) e Sarlo Neto (2009).

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - RIBOV_t \quad (2)$$

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

mercado para o período t, calculado pela variação do Ibovespa do período t para t-1 dividido pelo índice em t-1.

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

$$LLA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{VM_{i,t-1}} \quad (3)$$

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

### 3.1.2 Variáveis de Controle

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

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

$$TAM_{i,t} = \ln(VM_{i,t}) \quad (4)$$

Em que  $TAM_{i,t}$  é o tamanho da empresa i no ano t;  $\ln(VM_{i,t})$  é logaritmo natural do valor de mercado i no período t.

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

$$MTB_{i,t} = \frac{VM_{i,t}}{PL_{i,t}} \quad (5)$$

Em que,  $MTB_{i,t}$  é o *Market-to-Book* da empresa i no ano t;  $VM_{i,t}$  é o valor de mercado da empresa i no ano t; e  $PL_{i,t}$  é o valor contábil do patrimônio líquido da empresa i no ano t.

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

$$END_{i,t} = \frac{CT_{i,t}}{PT_{i,t}} \quad (6)$$

Em que  $END_{i,t}$  é o endividamento empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $CT_{i,t}$  é capital de terceiros total da empresa  $i$  no ano  $t$ ; e  $PT_{i,t}$  é o passivo total da empresa  $i$  no ano  $t$ .

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

5. Ano (dy): representado por um conjunto de variáveis binárias que buscam capturar as características particulares de cada ano. Para isso, assume valor igual a 1 (um) para cada ano do período da amostra e 0 (zero) para os outros anos da amostra.

### 3.2 Modelo estatístico

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

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 LLA_{it} * PEVC_{it} + \sum_{ij}^k \mu * LLA_{it} * VC_{it}^j + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Em que:

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

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

$PEVC_{it}$  = variável independente representada por uma *Dummy* que assume o valor 1 (um) se a empresa  $i$  recebeu financiamento na modalidade PE/VC antes da abertura de capital e 0 (zero) caso contrário.

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

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

O modelo acima parte do pressuposto de que a mensuração da informatividade dos lucros está condicionada à influência de PE/VC. Tal condição é descrita pela variável multiplicativa ( $LLA_{it} * PEVC_{it}$ ). Esta abordagem foi adotada em pesquisas anteriores realizadas por e Cohen e Langberg (2009) no mercado americano e por Sarlo Neto (2009) no ambiente brasileiro, considerando cada um dos citados autores as particularidades de suas pesquisas.

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

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

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

### 3.3 Considerações econométricas

Neste estudo foi constituída uma amostra em um conjunto de dados em painel, no qual os elementos estão dispostos em duas dimensões (séries temporais e em corte transversal). Na coleta destes dados é possível acompanhar a mesma empresa ao longo do tempo (WOOLDRIDGE, 2006). Não obstante, como os números de observações são diferentes em cada unidade de tempo (ano), o painel apresentado neste estudo está desequilibrado (GUJARATI, 2006).



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

I – POLS (*pooled ordinary least squares*) – dados em painel com efeito combinado;

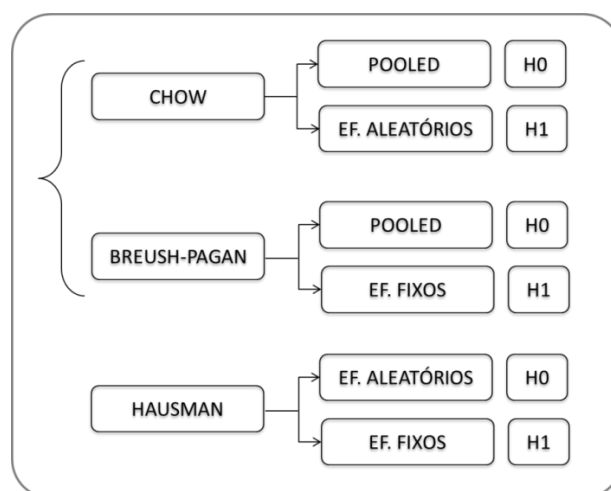
II – Dados em painel com efeitos fixos (*fixed effects*); e

III – Dados em painel com efeitos aleatórios (*random effects*).

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

Para determinar qual abordagem se adapta melhor ao estudo, são realizados alguns testes consagrados na literatura sobre o tema, conforme a figura 2 abaixo:

**Figura 2** - Processo de escolha da abordagem mais adequada



O Teste de Chow é aplicado para a escolha mais adequada entre a abordagem POLS e Efeitos Fixos. Para isso, examina-se a estatística F para a avaliação dos interceptos dos cortes transversais. Se os resultados forem iguais, isto é, a hipótese nula não for rejeitada, o modelo apropriado é o POLS. Se distinto, o melhor modelo é o de Efeitos Fixos. Para esta amostra, o p-valor da estatística F foi

0,8169, o que sinaliza a não rejeição da hipótese nula, indicando que a abordagem POLS é mais indicada para o modelo em relação aos Efeitos Fixos.

Por sua vez, o Teste de Breusch-Pagan para escolha mais adequada entre POLS e Efeitos aleatórios analisa a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais. Se iguais a zero ( $\text{Var}(u) = 0$ ), indica que o modelo adequado é o POLS, caso contrário, é adequado utilizar a abordagem para efeitos aleatórios. Procedendo desta forma, o p-valor encontrado foi de aproximadamente 1, corroborando o resultado encontrado no teste anterior.

O teste de *Hausman*, por outro lado, apenas será utilizado caso a abordagem POLS não seja a mais apropriada nos testes anteriores. Ele é utilizado, segundo Fávoro (2009), para confrontar os resultados do modelo sob a abordagem dos Efeitos Fixos com a dos Efeitos Aleatórios. Quando confirmado, é adequado utilizar o modelo de Efeitos Aleatórios (hipótese nula), caso contrário será utilizado o Efeito Fixo. Contudo, considerando a confirmação da abordagem pooled, este teste nem entra em cena. Ressalta-se que a não rejeição também foi obtida na aplicação dos testes em todos os modelos utilizados na conclusão deste estudo.

Diante disso, espera-se que a presença de PE/VC proporcionará um maior *enforcement* das empresas, acarretando a uma maior informatividade dos lucros contábeis, o mesmo resultado é esperado para a utilização de práticas de governança corporativa, o incremento da informatividade será representado pelos sinais positivos dos coeficientes ( $\beta$ ).

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Estatística descritiva e correlação entre as variáveis

Tendo como base os dados extraídos das fontes citadas na plataforma teórica e na metodologia da pesquisa, segue na tabela 1, abaixo, a estatística descritiva contendo algumas características das variáveis de interesse utilizadas no modelo:

**Tabela 1** - Estatística descritiva

	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
RA	0,1978	0,0248	0,8480	-1,0909	4,2064
LLA	-0,0786	0,0649	0,7721	-5,9394	0,4947
TAM	14,1906	14,2845	1,9762	8,9064	18,9595
MTB	2,2241	1,5716	3,3904	-7,7623	21,3278
END	0,9239	0,6052	2,0396	0,1038	18,5116

Em que: RA = retorno anormal da ação da empresa *i* no período *t*; LLA = lucro líquido ajustado da empresa *i* no período *t*; TAM = tamanho, representado pelo logaritmo natural do valor de mercado; MTB = market-to-book; e END = endividamento.

É importante ressaltar que a variável *dummy* PE/VC apresentou uma média de 0,0883, indicando que 8,83% das observações empresa-ano contidas na amostra recebeu financiamento na modalidade de *private equity* e *venture capital*. E ainda, analisando a variável *dummy* NEG, observa-se que 19,45% das empresas da amostra apuraram prejuízo no tempo *t*.

Destaca-se, na tabela 2, a relação positiva e significativa entre lucro líquido ajustado (LLA) com a presença de PE/VC, porém o retorno anormal (RA) apresentou correlação baixa e não significativa com essa variável.

**Tabela 2** - Correlação entre as variáveis

	RA	LLA	PEVC	TAM	MTB	END
LLA	-0.0444	1.000				
TAM	-0.0499***	0.4059*	0.0413	1.000		
MTB	0.0361	0.1178*	0.0490***	0.2993*	1.000	
END	0.0906*	-0.5020*	-0.0561***	-0.3652*	-0.1157*	1.000

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

A partir do modelo proposto na metodologia, foram preparadas, na tabela 3 abaixo, as correlações entre retorno anormal e lucro líquido ajustado com as variáveis de interesse e de controle, destacando a correlação positiva entre LLA.PEVC com LLA.NEG.

**Tabela 3** - Correlação entre as combinações de variáveis

	RA	LLA	LLA*PEVC	LLA*TAM	LLA*MTB	LLA*END
LLA	-0.0444	1				
LLA*PEVC	0.0397	0.0695**	1			
LLA*TAM	-0.0393	0.9934*	0.0913*	1		
LLA*MTB	0.0518***	-0.0219	-0.0857*	-0.0091	1	
LLA*END	-0.1119*	0.7448*	0.0108	0.7172*	0.0042	1
LLA*NEG	-0.0428	0.9950*	0.0619**	0.9836*	-0.0361	0.7514*

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

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

## 4.2 Resultado do modelo de regressão

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

Na aplicação inicial do modelo (1-a), optou-se por manter todas as variáveis de controle, sendo observando a um nível de significância de 1% uma relação positiva (0,7137) entre lucro líquido ajustado (LLA) e a presença de PE/VC.

Modelo 1 – a:

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 LL_{it} * PEVC_{it} + \beta_3 LLA_{it} * TAM_{it} + \beta_4 LLA_{it} * MTB_{it} + \beta_5 LLA_{it} * END_{it} + \beta_6 LLA_{it} * NEG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

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

Modelo 1 – b:

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 LL_{it} * PEVC_{it} + \beta_3 LLA_{it} * MTB_{it} + \beta_4 LLA_{it} * END_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

**Tabela 4** - resultados da aplicação do modelo estatístico

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

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

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

## 5 CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

Esta pesquisa buscou investigar a influência do PE/VC sobre a informatividade dos lucros contábeis das empresas listadas na BM&FBovespa. As

observações foram analisadas tomando como base o fato da presença de PE/VC impactar positivamente na informatividade dos lucros contábeis.

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

Adicionalmente, este artigo encontrou evidências de que o mercado brasileiro se comporta de maneira similar ao mercado latino-americano, como pode ser observado nas variáveis de controle *market-to-book* (MTB) e endividamento (END).

Porém neste artigo algumas limitações devem ser consideradas, tais como a abordagem da contabilidade exclusivamente como um instrumento de informação ao mercado; As evidências fazem referência à amostra utilizada, não sendo recomendável qualquer tipo de comparação ou generalização com outros trabalhos; O foco da pesquisa foi presença de PE/VC, informações contábeis e preço das ações. A influência de outros fatores não foi considerada.

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

## REFERÊNCIAS

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

BEAVER, W. H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, 1968. vol. 6, Issue Empirical Research in Accounting Selected Studies, p. 67-92.

BERNARDO, H. P. **Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais** – um estudo de evento. Tese (Mestrado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária – FEA/USP. 2001.

BEUSELINCK, C.; DELOOF, M.; MANIGART, S. Private equity involvement and earnings quality. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 36, n. 5-6, pp. 587–615, 1 jun. 2009. Disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-5957.2009.02147.x/pdf>. Acesso em: 04 ago. 2012.

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

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

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

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

COHEN, D.; LANGBERG, N. S. Venture capital and the informativeness of earnings. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, 2009, v. 16, p. 171-190.

COLLINS, D.; KOTHARI, S. P. An Analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficient. **Journal of Accounting and Economics**, v. 11, p.143-81, 1989.

COYLE, B. **Venture capital and buyout: corporate finance**. Chicago: Fitzroy Dearborn, 2000.

DAWSON, A. Private equity investment decisions in family firms: the role of human resources and agency costs. **Journal of Business Venturing**, 2011; 26: 189-199. Disponível em: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0883902609000585>. Acesso em: 12. Ago. 2012.

DEMIROGLU, C.; JAMES, C. M. The role of private equity group reputation in LBO financing. **Journal of Financial Economics**, v. 96, n. 2, p. 306–330, maio 2010. Disponível em: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X10000218>. Acesso em: 12. Ago. 2012.

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

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

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

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

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

FREIRE, A. P. F.; FILHO, P. M. L. (2012). Informação contábil e a hipótese do mercado eficiente: um estudo empírico utilizando o setor de petróleo, gás e biocombustível do Brasil no período 2006 – 2009. **Revista de Finanças Aplicadas**. Rio de Janeiro, n.1, p. 1-20, jun. 2012.

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

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

GUL, F. A.; KAM, W. L. **Working paper series**. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=304399](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304399). Acesso em: 04 ago. 2012.

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2005.

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

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

LERNER, J.; SCHOAR, A. Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. **The Quarterly Journal of Economics**, MIT Press, vol. 120(1), p. 223, 246, 2005.

LYRIO, F. M. et al. Controle familiar e qualidade dos lucros: evidências empíricas no mercado brasileiro. **II Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis**. Rio de Janeiro, 2011.

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



\_\_\_\_\_, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

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

MEGGINSON, W.; WEISS K. Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. **Journal of Finance** vol. 46, 879–903. 1991. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2328547>. Acesso em: 20 ago. 2012.

MARTINEZ, A. L. “**Gerenciamento**” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 167 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

MENDEZ, V. M. G. Large shareholders, bank ownership and informativeness of earnings. **Revista de Economia Aplicada**. v.17, n. 51, p. 81-102, 2009. Disponível em: <http://www.revecap.com/revista/numeros/51/pdf/gonzalez.pdf> . Acesso em: 20 ago. 2012.

METRICK, A.; YASUDA, A. Economics of private equity funds. **The Review of Financial Studies**. Vol. 23, n. 6, 2010. Oxford university press on behalf of the society for financial studies. 2010.

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

PETRA, S. T. The effects of corporate governance on the informativeness of earnings. **Economics of Governance**, 2007; 8:129–152. Disponível em: <http://ideas.repec.org/a/spr/ecogov/v8y2007i2p129-152.html>. Acesso em: 10 ago. 2012.

RAMALHO, C. C. M. Private Equity and Venture Capital: An Important Public Policy towards Innovation and Entrepreneurship in Brazil Enanpad 2010 (Iran Siqueira Lima et al.) **Fundos de Investimentos** – aspectos operacionais e contábeis. São Paulo: Atlas, 2012.

RIBEIRO, L. L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. 147 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2005. Disponível em:

[www.teses.usp.br/teses/.../12/.../OModeloBrasileirodePEVC.pdf](http://www.teses.usp.br/teses/.../12/.../OModeloBrasileirodePEVC.pdf). Acesso em: 10 ago. 2012.

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

SAHLMAN, W. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, vol. 27, Issue 2, pp.473-521, 49p. 1990

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

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

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

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

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

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

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

SCHIEHL, E. **O efeito da divulgação das demonstrações financeiras no mercado de capitais brasileiro**: um estudo sobre a variação no preço das ações. Porto Alegre. 1996. Dissertação de Mestrado em Administração. Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, UFRGS, 1996.

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

TAVARES, P. C. A. **Análise dos retornos de longo prazo dos IPOs no mercado brasileiro.** Evidências sobre empresas com participação de fundos de private equity. 2008. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia). Faculdade de Economia e Administração – IBMEC. São Paulo, 2008.

VAFEAS, N. Board structure and the informativeness of earnings. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, n. 2, pp. 139-160, 2000

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory.** Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

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

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna.** 5ª ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.



Artigo recebido em 21/03/2014 e aceito para publicação em 25/08/2014