

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE
Centro de Ciências Sociais e Aplicadas
Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas

**CONCENTRAÇÃO DE PODER E ACURÁCIA DAS PREVISÕES DOS
ANALISTAS DE MERCADO DE CAPITAIS**

JOSÉ REINALDO PESSANHA

São Paulo
2012

JOSÉ REINALDO PESSANHA

**CONCENTRAÇÃO DE PODER E ACURÁCIA DAS PREVISÕES DOS
ANALISTAS DE MERCADO DE CAPITAIS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie para a obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

ORIENTADOR: Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

São Paulo

2012

P475c Pessanha, José Reinaldo

Concentração de poder e acurácia das previsões dos analistas de mercado de capitais / José Reinaldo Pessanha - 2012.

86 f. : il. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) –
Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2012.

Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

Bibliografia: f. 76-82.

1. Analistas de Mercado. 2. Acurácia. 3. Concentração de Poder.
4. Líderes Corporativos. 5. CEO. 6. Conselho de Administração I.
Título.

CDD 332.6

JOSÉ REINALDO PESSANHA

**CONCENTRAÇÃO DE PODER E ACURÁCIA DAS PREVISÕES DOS
ANALISTAS DE MERCADO DE CAPITAIS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie para a obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Aprovado em 10 de Fevereiro de 2012.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Herbert Kimura

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Francisco Henrique Figueiredo de Castro Junior

Universidade de São Paulo

REITOR DA UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

Benedito Guimarães Aguiar Neto

DECANO DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO

Moisés Ari Zilber

DIRETOR DO CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS

Sérgio Lex

COORDENADORA GERAL DE PÓS-GRADUAÇÃO STRICTO SENSU

Diana Luz Pessoa de Barros

COORDENADORA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE
EMPRESAS

Darcy Mitiko Mori Hanashiro

AGRADECIMENTOS

À Deus porque me destes a força necessária para superar os desafios da Vida.

Ao Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros, meu orientador, pela dedicação e comprometimento para realização de um trabalho de excelência, pela paciência e confiança, e pela participação efetiva na execução desta dissertação.

Ao Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros e Prof. Alexandre Di Miceli Silveira pela disponibilidade dos dados sobre concentração de poder, fundamentais para a realização deste trabalho.

Ao Prof. Dr. Herbert Kimura e Prof. Dr. Francisco Henrique F. de Castro Júnior, membros da banca examinadora da Dissertação de Mestrado, pela confiança depositada na realização deste trabalho.

À Prof.(a) Dr.(a) Arilda Godoy, Prof. Dr. Diógenes Bido, Prof. Dr. Diógenes Martins, Prof. Dr. Leonardo Basso, Prof. Dr. Reynaldo Marcondes e Prof. Dr. Wilson Nakamura pelos ensinamentos transmitidos durante o Curso.

A todos os funcionários da Secretaria da CCSA e da Pós-Graduação do Mackenzie.

Aos meus pais, Silvio e Maura, pela perseverança e apoio em todos os momentos de minha Vida. Aos meus irmãos, José Roberto, Maria Izabel e Marco Antonio, pelo carinho e afeto.

À minha namorada Sueli Miiller pela motivação, força, apoio e carinho que ilumina e fortalece a minha Vida.

RESUMO

Os analistas de mercado são importantes para o funcionamento do mercado de capitais à medida que fazem previsões e recomendações que fundamentam as decisões de investimentos de instituições e investidores individuais. Para isso, os analistas estudam os fundamentos de companhias abertas, sua capacidade de crescimento de receita, estrutura financeira e geração de caixa, governança corporativa, setor de atuação e a conjuntura macroeconômica na qual as empresas estão inseridas. Nesse contexto, os líderes corporativos exercem papel preponderante, pois determinam os rumos das corporações e exercem impacto importante sobre seus resultados. O objetivo geral deste trabalho é investigar a influência da concentração de poder nas empresas de capital aberto brasileiro sobre a acurácia das previsões dos analistas de mercado. A acurácia é mensurada através de metodologias utilizadas na literatura internacional. Como *proxy* para a concentração de poder é utilizada a medida construída por Silveira e Barros (2011b) que considera o poder individual do principal líder corporativo – Presidente do Conselho de Administração (*Chairman*) ou Diretor Presidente (*Chief Executive Officer* – CEO), a passividade e a homogeneidade do Conselho. A amostra é composta por 107 companhias de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) no ano fiscal de 2010. A amostra do trabalho consiste em um conjunto de dados em corte transversal. Foram consideradas na amostra somente as empresas que apresentavam cobertura dos analistas nos doze meses anteriores ao final do ano fiscal. As previsões e informações financeiras foram coletadas junto à *Thomson One Analytics*® e Banco de Dados do Sistema Econômica®. As informações sobre concentração de poder referem-se à base de dados de Silveira e Barros (2011b) coletadas a partir de *websites* das companhias e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). De acordo com os resultados encontrados há evidências de que a concentração de poder influencia positivamente a acurácia das previsões dos analistas. Essa ideia está alinhada com alguns estudos sobre concentração de poder e volatilidade dos resultados que argumentam que líderes corporativos poderosos podem assumir uma posição conservadora.

Palavras-chave: Analistas de Mercado, Acurácia, Concentração de Poder, Líderes Corporativos, *Chairman*, CEO, Conselho de Administração.

ABSTRACT

Analysts are essential to the functioning of capital markets as they make predictions and recommendations that support the investment decisions of both institutions and individual investors. Analysts study the fundamentals of public companies, their growth prospects, financial structure and cash flow, corporate governance, industry structure and the macroeconomic environment in which companies are inserted. In this context, business leaders play a major role, as they influence the directions of the corporation and their performance. The goal of this paper is to investigate the influence of the concentration of power in the hands of the major corporate leader on the accuracy of analyst earnings forecasts of Brazilian companies. The accuracy is measured in accordance with the international literature. The proxy for the concentration of power was constructed by Silveira and Barros (2011b) and takes into consideration the individual power of the main corporate leader – the Chairman of the Board of Directors (Chairman) or the CEO (Chief Executive Officer) – and also the degree of passivity and homogeneity of the Board of Directors. The sample contains 107 public companies listed in BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) in 2010. It only includes companies that had analyst coverage in the twelve months preceding the end of the fiscal year. The forecasts and financial information were collected from Thomson One Analytics® and Economática®. Information on the concentration of power was provided by Silveira and Barros (2011b), who collected the data in the websites of companies and in Comissão de Valores Mobiliários (CVM). The analysis shows evidence that the concentration of power positively influences the accuracy of analyst forecasts. This idea is in line with a few prior studies on the concentration of power and volatility of results that argue that powerful business leaders tend to be more conservative.

Keywords: Market Analysts, Accuracy, Concentration of Power, Corporate Leaders, Chairman, CEO, Board of Directors.

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1: Fonte de dados	40
QUADRO 2: Setores de atividades das empresas da amostra	42
QUADRO 3: Comparação do poder relativo – <i>Chairman versus</i> CEO – conforme Silveira e Barros (2011a)	45
QUADRO 4: Índice de poder individual do Líder Corporativo (iPoderIndividual) conforme Silveira e Barros (2011b)	47
QUADRO 5: Índice de propensão à passividade do Conselho (iPassividadeConselho) conforme Silveira e Barros (2011b)	50
QUADRO 6: Índice de homogeneidade do Conselho (iHomogeneidadeConselho) conforme Silveira e Barros (2011b)	52
QUADRO 7: Resumo das variáveis de controle	55
QUADRO 8: Índice de Poder individual: estatística descritiva	58
QUADRO 9: Índice de Passividade do Conselho: estatística descritiva	59
QUADRO 10: Índice de homogeneidade do Conselho: estatística descritiva	60
QUADRO 11: Resumo do Índice de Concentração de Poder	61
QUADRO 12: Controle de propriedade	61
QUADRO 13: Estatística descritiva das variáveis.....	62
QUADRO 14: Resultados do modelo APCA_3	64
QUADRO 15: Matriz de Correlação	65
QUADRO 16: Variável dependente: iCON_PODER	65
QUADRO 17: Resultados do modelo APCA_6	67
QUADRO 18: Resultados do modelo APCA_9	69
QUADRO 19: Resultados do modelo APCA_12	71

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Contextualização	11
1.2 Justificativa	13
1.3 Questão de Pesquisa	14
1.4 Hipótese	14
1.5 Objetivo Geral	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1 Analistas de Mercado, Definição e Papel	16
2.2 Tipos de Analistas de Mercado	17
2.2.1 Analistas <i>Sell-side</i>	17
2.2.2 Analistas <i>Buy-side</i>	18
2.2.3 Analistas Independentes	18
2.3 Conceituação de Acurácia, Viés e Precisão.....	19
2.4 Determinantes da Acurácia.....	22
2.5 Concentração de Poder	25
2.5.1 Decisões em Grupo <i>versus</i> Decisões Individuais	27
2.5.2 A Influência dos Líderes Corporativos sobre o Desempenho Organizacional.....	28
2.5.3 A Eficácia do Conselho de Administração, Poder do Líder Corporativo e o Desempenho Organizacional.....	30
2.6 Concentração de Poder e Acurácia das Previsões dos Analistas.....	35
3 METODOLOGIA	39
3.1 Classificação da Pesquisa	39
3.1.1 Quanto à Natureza	39
3.1.2 Quanto aos Objetivos	39
3.1.3 Quanto à Abordagem do Problema	39
3.2 Base de Dados	40
3.3 Descrição da Amostra	41
3.4 Definição das Variáveis do Modelo	42
3.4.1 Variável Dependente	42
3.4.2 Variável Independente	43

3.4.3 Variáveis de Controle	52
3.5 Modelo	55
3.5.1 Modelo APCA	56
4 RESULTADOS E ANÁLISES	57
4.1 Estatística Descritiva	57
4.2 Resultados da Análise de Regressão	62
4.2.1 Modelo APCA_3	62
4.2.2 Modelo APCA_6	66
4.2.3 Modelo APCA_9	68
4.2.4 Modelo APCA_12	70
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	73
6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	76
APÊNDICE A: Relação das Empresas da Amostra e respectivos Líderes Corporativos – <i>Chairman</i> ou CEO	83

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

As previsões dos analistas de mercado são fundamentais para o funcionamento do mercado de capitais à medida que proporcionam informações relevantes aos investidores e demais parceiros das organizações. Dalmácio (2009) salienta que os analistas utilizam informações relevantes sobre as corporações (financeiras, estratégicas e outras), tendo em vista a elaboração de suas previsões e recomendações.

Segundo Brown e Rozeff (1978), as previsões dos lucros são essenciais para estudos sobre avaliações de empresas, custo de capital e a relação entre ganhos inesperados e mudanças nos preços das ações, ou seja, refletem as expectativas do mercado. Diante disso, as informações disponibilizadas pelos analistas oferecem subsídios para a tomada de decisões de investidores, sejam individuais ou institucionais.

Diante da importância dessas informações (previsões e recomendações), torna-se importante compreender os aspectos determinantes da acurácia das previsões dos analistas. A medida de acurácia reflete a eficácia das previsões dos analistas, referente à proximidade dos resultados efetivos das empresas. Vários estudos oferecem contribuições significativas sobre os determinantes da acurácia das previsões dos analistas, tais como Richards (1976), Brown e Rozeff (1978), O'Brien (1987), Butler e Lang (1991), Stickel (1992), Sinha *et al.* (1997), Mikhail *et al.* (1997), Jacob (1999) e Clement (1999). Esses estudos identificaram algumas variáveis significativas que influenciam a eficácia das previsões, dentre elas: idade da previsão, experiência do analista (geral e específica), complexidade do portfólio (número de empresas e setores acompanhados), características da corretora (tamanho e origem).

Buscando ampliar a discussão a respeito do tema, alguns estudos na literatura nacional e internacional investigaram a relação entre a acurácia das previsões dos analistas e mecanismos de governança corporativa (*disclosure*, composição e funcionamento do Conselho de Administração, estrutura de propriedade e controle e direito dos acionistas). As evidências demonstram que a adoção de práticas de governança corporativa reflete de maneira significativa a acurácia das previsões dos analistas (LANG e LUNDHOLM, 1996; HOPE,

2003; CHIANG e CHIA, 2005; BHAT *et al.*, 2006; BYARD *et al.*, 2006). Segundo Dalmácio (2009), os mecanismos de governança corporativa são adotados em virtude da existência imperfeição informacional e tem por objetivo, dentre outros, reduzir a assimetria de informação entre investidores e empresas. O autor concluiu que a acurácia das projeções está implicitamente associada à adoção de boas práticas de governança corporativa.

Segundo Silveira e Barros (2011a) a maneira pelas quais as decisões são tomadas é o ponto central dos estudos sobre governança corporativa. De acordo com os autores, embora a legislação e estatutos corporativos exijam decisões importantes a serem feitas pelos Conselhos de Administração, por órgão colegiado, as principais decisões da empresa, na prática, podem ser substancialmente influenciadas pelos pontos de vista de um único indivíduo mantendo o *status* de "líder empresarial".

Evidências encontradas na literatura internacional sugerem o efeito da concentração de poder na volatilidade dos resultados (ADAMS *et al.*, 2005; BEBCHUK *et al.*, 2007; CHENG, 2008; SILVEIRA e BARROS, 2011b). Os resultados, apesar de antagônicos, trazem importantes implicações para o impacto da concentração de poder sobre a acurácia das previsões dos analistas. A volatilidade dos resultados é aspecto fundamental nesse contexto. De acordo com Byard *et al.* (2006), Bhat *et al.* (2006) e Dalmácio (2009), a volatilidade dos resultados (Lucro por Ação – LPA) é um fator de imprevisibilidade (medida de risco) nas projeções dos analistas, ou seja, quanto maior a volatilidade, menor a acurácia das previsões.

O estudo de Adams *et al.* (2005) sobre a concentração de poder nas organizações e a volatilidade dos resultados, demonstrou que a maior concentração de poder nas mãos do principal líder corporativo (*Chief Executive Officer* – CEO) leva a uma maior variação dos resultados futuros, ou seja, maior a imprevisibilidade. Os autores corroboram a premissa de que as decisões individuais são mais arriscadas que as decisões coletivas (SAH e STIGLITZ, 1986; SAH e STIGLITZ, 1991; ALMEIDA e FERREIRA, 2002; BARBER *et al.*, 2003).

Silveira e Barros (2011b) encontraram resultados opostos. De acordo com os autores o impacto da concentração de poder na volatilidade dos resultados não é limitado, tão somente, a fatores relacionados às decisões individuais *versus* coletivas. Aspectos como o desejo de manter o *status quo*, a necessidade manter a sobrevivência da empresa e compromissos relacionados aos *shareholders* tornam os líderes corporativos mais conservadores.

O conservadorismo por parte dos gestores ou daqueles que são detentores do controle da corporação pode ser explicado a partir dos estudos de Berle e Means (1932), Fama (1980), Myers (1983), Jensen e Smith (1985), Morck *et al.* (1989). Os autores destacam que os gestores controladores assumem uma posição de aversão ao risco tendo em vista seus próprios interesses: compensações, posição e prestígio (BERLE e MEANS, 1932). Além disso, os gestores podem reduzir a incerteza do mercado sobre a estratégia da empresa e políticas de negócios, principalmente, quando a manutenção de sua posição depende de seus resultados (CEO como líder corporativo) (SILVEIRA e BARROS, 2011b).

Nesse sentido, este trabalho investiga a relação entre concentração de poder e a acurácia das previsões do consenso dos analistas das companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros). De acordo com os argumentos teóricos e evidências disponíveis, tanto uma relação positiva quanto uma negativa entre os construtos são plausíveis.

1.2 Justificativa

A relevância desse trabalho encontra-se em explorar aspectos concernentes à concentração do poder nas empresas e seu impacto sobre a acurácia das previsões dos analistas do mercado de capitais. Pretende-se, a partir do estudo de Silveira e Barros (2011b), construir uma base teórica consistente que sustente a hipótese de que a concentração de poder influencia a acurácia das previsões dos analistas de mercado.

A escolha do tema concentração de poder, como objeto de estudo, pode ser compreendida a partir da influência exercida sobre os resultados organizacionais, conforme verificado em estudos (ADAMS *et al.*, 2005; BEBCHUK *et al.*, 2007; CHENG, 2008; SILVEIRA e BARROS, 2011b) sobre concentração de poder e volatilidades dos resultados.

O estudo busca demonstrar que as previsões dos analistas de mercado refletem as decisões organizacionais e, portanto, estão carregadas de todos os riscos e erros inerentes as mesmas. Assim, aspectos relacionados à concentração de poder nas organizações, tais como, poder individual do *Chairman* (Presidente do Conselho de Administração) e CEO (*Chief Executive Officer*), fatores relacionados à tomada das decisões individuais ou em grupo, influência do CEO sobre Conselho de Administração, tamanho, passividade e homogeneidade

do Conselho de Administração podem trazer explicações significativas para a acurácia das previsões dos analistas.

1.3 Questão de Pesquisa

A pesquisa busca investigar a relação existente entre a acurácia das previsões dos analistas do mercado de capitais, no que se refere às projeções de lucros por ação, e a concentração do poder nas mãos do principal líder corporativo, ou seja, *Chairman* e do CEO. Desta forma, a questão de pesquisa será a seguinte:

“Qual a relação entre a acurácia das previsões dos analistas de mercado de capitais e a concentração de poder nas companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA?”

1.4 Hipótese

Segundo Silveira e Barros (2011b), a governança corporativa trata da distribuição de poder sobre as decisões estratégicas nas companhias de capital aberto. Os autores acrescentam que essas decisões podem na prática ser tomadas por um único indivíduo mantendo o *status* de "líder empresarial" ou pelo Conselho de Administração.

Vários estudos propõem que decisões idiossincráticas são mais arriscadas que as decisões coletivas (SAH e STIGLITZ, 1986; SAH e STIGLITZ, 1991; ALMEIDA e FERREIRA, 2002; BARBER *et al.*, 2003). No campo corporativo, o estudo de Adams *et al.* (2005) corrobora essa ideia assumindo que empresas que possuem *CEOs* poderosos apresentam maior volatilidade dos resultados, ou seja, são mais arriscadas.

Estudos posteriores sobre concentração de poder nas organizações encontraram resultados opostos (BEBCHUK *et al.*, 2007; CHENG, 2008; SILVEIRA e BARROS, 2011b). De acordo com Silveira e Barros (2011b), o impacto da concentração de poder na volatilidade dos resultados não é limitado, tão somente, a fatores relacionados às decisões individuais *versus* coletivas. Segundo os autores aspectos relacionados à manutenção do *status quo* e a sobrevivência da empresa podem tornar os líderes corporativos mais conservadores. Assim, líderes corporativos poderosos podem assumir uma posição conservadora buscando satisfazer

seus interesses relativos a poder, prestígio e compensações (BERLE e MEANS, 1932; FAMA, 1980; MYERS, 1983; JENSEN e SMITH, 1985; MORCK *et al.*, 1989).

Os estudos de Byard *et al.* (2006), Bhat *et al.* (2006) e Dalmácio (2009) demonstraram que a volatilidade dos resultados é negativamente associada com a acurácia das previsões dos analistas, pois reflete um grau de imprevisibilidade (medida de risco) para as projeções.

Nesse contexto, o trabalho investiga a relação entre a concentração de poder e a acurácia das previsões dos analistas de mercado de capitais nas companhias brasileiras de capital aberto. Diante dos argumentos teóricos e das evidências disponíveis, tanto uma relação positiva quanto uma relação negativa entre os construtos são plausíveis. Assim, a pesquisa investiga quais argumentos têm maior suporte no Brasil.

1.5 Objetivo Geral

O objetivo geral deste trabalho é investigar a relação entre a acurácia das previsões dos analistas de mercado de capitais e a concentração de poder nas mãos do CEO (*Chief Executive Officer*) ou *Chairman* (Presidente do Conselho de Administração). Para isso, serão utilizadas informações das empresas listadas na BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros), do sistema *Thomson One Analytics*®, do sistema *Economática*® e informações disponíveis no *website* corporativo das companhias e na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Analistas de Mercado, Definição e Papel

Os analistas são vistos como profissionais que avaliam a *performance* e as perspectivas futuras de firmas de capital aberto com cotação em bolsa de valores. Eles disponibilizam para outros suas opiniões. Usualmente compreendidos como intermediários financeiros, o setor de análises pode ser encarado como um setor econômico em que o fator de produção básico são as informações financeiras e outros tipos de dados, o produto, a análise e a interpretação desses dados (MARTINEZ, 2004).

Segundo Martinez (2004), uma parte importante do trabalho dos analistas é a projeção dos resultados futuros, pois através destas previsões os analistas estimam uma variável crucial para os modelos de avaliação de ações. Boas projeções de resultados futuros são pré-requisitos para uma adequada mensuração do preço justo de uma ação. As previsões dos analistas são a base principal que fundamenta as decisões de investimentos tanto para instituições como para investidores individuais, pois os analistas possuem conhecimentos técnicos sobre análises, empresas e atividades (CHIANG e CHIA, 2005). De acordo com Dalmácio (2009), a previsão e projeção de resultados é um dos papéis mais relevantes dos analistas de mercado de capitais.

Segundo Coelho (2001), o papel do analista consiste, fundamentalmente, no estudo de empresas cotadas em bolsa e na emissão de recomendações de compra ou venda sobre as ações dessas companhias.

Vários estudos demonstram que os analistas possuem papel importante na eficiência dos mercados, pois atuam na intermediação das informações e auxiliam no prognóstico de retornos futuros (SCHIPPER, 1991; CLEMENT, 1999; HEALY e PALEPU, 2001; ABARBANELL e LEHAVY, 2003).

Pode-se considerar que os analistas de mercado de capitais exercem atividade relevante no que se refere à transmissão de informações sobre desempenho futuro da empresa. Segundo Boff *et al.* (2006), o analista de investimentos, assim como outros profissionais ligados à prestação de serviços, possui diversas habilidades voltadas para o uso e a produção

de informações, com o objetivo principal de fazer recomendações acerca de uma empresa ou setor avaliado.

Boff *et al.* (2006) salientam que o analista de investimentos insere-se num contexto de mudanças. No contexto do mercado de capitais, o ambiente de informações é complexo e dinâmico. A informação desempenha papel fundamental para orientar as decisões e ações dos analistas. O mercado é reflexo das expectativas dos investidores. Para prever o desempenho das empresas, os analistas adquirem informações, fazem projeções e inferências para desenhar tendências futuras. Entretanto, há fatores limitadores na análise, como disponibilidade, atualidade, formato e integridade das informações. Embora devesse ser esta a regra básica de um mercado desenvolvido e eficiente, nem todos os analistas têm acesso às mesmas informações, ao mesmo tempo, da mesma maneira.

De acordo com Dalmácio (2009) um dos principais papéis dos analistas de mercado é tornar o mercado de capitais, informacionalmente, mais eficiente. Segundo Moyer *et al.* (1989), os analistas de mercado funcionam como dispositivo de suporte às demandas de informações dos investidores.

Finalmente, Martinez (2004) considera que os analistas financeiros são aqueles que não utilizam as informações para o seu próprio uso. Seu papel é proporcionar informações para gerentes de fundos (ou investidores em geral). Contudo, para que essas informações tenham valor para os gerentes de fundos, elas devem ser o produto de uma análise mais profunda do que a que os gestores de fundos poderiam realizar eles mesmos utilizando informações já disponíveis.

2.2 Tipos de Analistas de Mercado

De acordo com Martinez (2004) existem três categorias principais de analistas: analistas *sell-side*, analistas *buy-side* e analistas independentes.

2.2.1 Analistas *Sell-side*

São analistas contratados por corretoras, com o objetivo de preparar relatórios de determinadas empresas. As informações disponibilizadas nesses relatórios, posteriormente,

serão vendidas para clientes, investidores ou quaisquer interessados nas informações das organizações em questão. Esses tipos de analistas dominam grande parte das informações privilegiadas de organizações (MARTINEZ, 2004).

As análises e informações (relatórios) são, principalmente, vendidas aos investidores individuais que possuem parceria com as corretoras. Eventualmente, os relatórios podem ser comprados por uma terceira parte, através de uma corretora. Tais relatórios contêm análise detalhada das vantagens competitivas de uma empresa, informações sobre as atividades, operações, perspectivas futuras, bem como informações concernentes aos gestores.

Além disso, os relatórios devem proporcionar informações relevantes sobre as projeções de lucros da empresa, como também, análise de demonstrações financeiras que permitam aos clientes das corretoras maior eficácia nas suas transações.

2.2.2 Analistas *Buy-side*

São parceiros (empregados) de grandes investidores institucionais tais como, fundos de pensão, fundos de *hedge* e companhias de seguro. Pelo fato de serem parceiros internos da organização, suas análises e recomendações são restritas ao público componente da instituição.

Segundo Martinez (2004), os analistas *buy-side* diferem dos *sell-side* em três aspectos fundamentais: eles tendem a acompanhar um número maior de ações, elaboram relatórios muito breves, e suas pesquisas são distribuídas apenas para os gerentes do fundo.

2.2.3 Analistas Independentes

De acordo com Martinez (2004), os analistas independentes são profissionais que não mantêm vínculo com corretoras nem com fundos investimentos. Assim, os analistas independentes realizam análise e previsões não viesadas e livres de quaisquer pressões por parte de instituições ou clientes que desejam obter uma recomendação positiva de seus títulos.

Analistas independentes, usualmente, recebem uma compensação derivada da subscrição regular de seus informativos. Os clientes podem ser, também, companhias que

contratam um analista independente para analisar e preparar um relatório sobre suas perspectivas futuras, tanto para uso interno quanto externo.

Os relatórios e recomendações são geralmente requisitados por empresa que buscam informações relevantes tanto para uso interno (melhorias de suas operações), como externo (aporte de recursos junto ao mercado de capitais).

2.3 Conceituação de Acurácia, Viés e Precisão

A medida de acurácia reflete a eficácia dos analistas, no que se refere à proximidade dos resultados efetivos das empresas. A conceituação de acurácia, viés e precisão torna-se relevante à medida que conduzem a uma verificação das projeções dos analistas.

O erro, em um determinado experimento, pode ser definido como a diferença entre o valor calculado ou observado e o valor “verdadeiro”. Como o valor verdadeiro não é conhecido, *a priori*, utiliza-se um valor aproximado identificado. A acurácia desse experimento é a medida de quão próximo o valor obtido está do valor verdadeiro, ou seja, é a medida de quão correto é o resultado. A precisão é a medida de exatidão com a qual o resultado é determinado, ou seja, é a medida de quão reprodutível é o resultado (DALMÁCIO, 2009).

De acordo com Martinez (2004), a precisão ou “confiabilidade” de um estimador está relacionada inversamente com a variância (ou desvio padrão) – menor a variância, maior será a precisão. O viés é um erro no estimador que faz com que o valor médio estimado de um parâmetro seja sistematicamente diferente do verdadeiro valor.

O nível de acurácia é definido pela combinação da precisão e do viés. Em termos simples, pode-se afirmar que um estimador será mais acurado quanto menor for o seu viés e maior a sua precisão. A precisão perfeita (variância nula) não é condição suficiente de alta acurácia (MARTINEZ, 2004).

Na literatura internacional, a acurácia da previsão dos analistas é em geral medida como o negativo do valor absoluto dos erros deflacionado pelo preço da ação (LANG e

LUNDHOLM, 1996; DURU e REEB, 2002; LANG *et al.*, 2003; HOPE, 2003) conforme modelo a seguir:

$$ACURÁCIA_t = (-1) \frac{|LPAPREV_{i,t}^{t-1} - LPAREAL_{i,t}|}{P_{i,t-1}}$$

Em que:

$LPAPREV_{i,t}^{t-1}$ = lucro por ação previsto pelo consenso dos analistas no tempo t-1 para a empresa i para o tempo t;

$LPAREAL_{i,t}$ = lucro por ação real da empresa i apurado no tempo t;

$P_{i,t-1}$ = preço da ação da empresa no tempo t-1

Multiplicando-se o erro de previsão absoluto por (-1) tem-se uma medida que aumenta com acurácia de previsão maior. Sendo assim, um atributo da empresa que está negativamente associado com a acurácia sinaliza previsões menos acuradas (DURU e REEB, 2002).

Ali *et al.* (1992), Hong e Kubik (2003) assumem o erro de previsão (*ErrPrev*) como métrica para identificar a performance dos analistas em suas previsões, ou seja, a acurácia dos analistas. Desta forma, o erro de previsão é o lucro efetivo menos o lucro projetado pelos analistas, dividido pelo preço das ações no início do mês das análises.

Dentro da literatura nacional, os estudos de Martinez (2004; 2005; 2007) consideram o Erro de Previsão (*ErrPrev*) como métrica para identificar a eficácia das projeções dos analistas, substituindo-se o preço da ação no período t pelo lucro por ação efetivo. Segundo o autor, os preços trariam distorções na análise, pois os erros de previsão passariam a ser mensurados em termos de um fator sobre os quais os analistas não possuem controle. Flutuações nos preços gerais das ações repercutiriam sobre a magnitude da métrica dos erros de previsão.

$$ErrPrev = \frac{LPA_{real} - LPA_{prev}}{|LPA_{real}|}$$

LPA_{real} = lucro por ação efetivo do período;

LPA_{prev} = previsão do lucro por ação pelo consenso dos analistas;

$|LPA_{real}|$ = valor absoluto do lucro por ação efetivo.

Assim, para calcular os valores médios de previsão, Martinez (2004; 2005; 2007) utilizou as seguintes medidas: Média dos Erros de Previsão (MEP) e Média dos Erros de Previsão Absolutos (MEPA).

A Média dos Erros de Previsão (MEP) é a medida utilizada para verificar, eventualmente, a existência de um viés. Assim, se a MEP indica um valor negativo, significaria que, em termos médios, os erros de previsão são negativos (surpresa negativa), indicativos de que as previsões foram maiores que os resultados apurados. A MEP negativa e significativa constitui, portanto, uma evidência de um viés otimista nas previsões. A MEP é calculada conforme fórmula a seguir:

$$MEP = \left(\frac{1}{n}\right) \times \sum_{i=1}^n ErrPrev$$

A Média dos Erros de Previsão Absolutos (MEPA), por sua vez, representa a variável de acurácia. Assim, quanto mais distante de zero for o valor da MEPA, maior será o montante de erros de previsão computados.

$$MEPA = \left(\frac{1}{n}\right) \times \sum_{i=1}^n |ErrPrev|$$

O modelo de Martinez (2004) apresenta problemas ao medir o erro de previsão em termos do resultado real. O autor salienta que para empresas que registram resultados reais muito próximos de zero, foram encontrados erros de previsão exageradamente elevados. Diante disso, para efeitos de computar o erro de previsão, houve a necessidade de excluir observações nas quais o lucro efetivo apurado era zero, dada a impossibilidade de se calcular os erros de previsão (*ErrPrev*).

2.4 Determinantes da Acurácia

Os analistas de mercado têm papel importante na transmissão de informações para o mercado, tendo em vista que suas recomendações e previsões serão utilizadas para tomada de decisões por investidores e outros elementos que dependem dessas informações. Diante disso, o nível de acurácia das previsões e recomendações é fundamental para a eficiência do mercado de capitais.

Os primeiros estudos que identificaram diferenças significativas na acurácia das previsões dos analistas foram: Richards (1976), Brown e Rozeff (1978), O'Brien (1987) e Butler e Lang (1991). Apesar de problemas de tamanho de amostra e falhas com relação à adequação das previsões recentes, estes estudos trouxeram contribuições relevantes.

Richards (1976) analisou as previsões de 5 analistas para 93 empresas listadas na New York Stock Exchange no período compreendido entre Dezembro de 1971 a Fevereiro de 1972. O autor utilizou as seguintes variáveis para investigar a acurácia dos analistas: setor de atividade, características das empresas, a experiência geral dos analistas e as projeções do analista para diferentes setores de atividades. Segundo o autor, foram encontradas evidências significativas dos erros de previsão no que se refere aos setores de atividades e características das empresas, porém, não existem diferenças significativas entre os analistas. Analistas que acompanham empresas específicas em determinados setores apresentam maior acurácia.

Brown e Rozeff (1978) estudaram a superioridade previsões dos analistas como uma medida eficiente para a determinação das expectativas de lucros a partir de uma amostra de 50 empresas no período de 1972 a 1975. Baseada na racionalidade do mercado, os autores assumem uma acurácia superior das previsões dos analistas sobre as previsões inferidas por séries temporais, tendo em vista, a maior quantidade de informações, dados disponíveis e interesses dos participantes do mercado.

O'Brien (1987) analisou a habilidade individual dos analistas através de previsões de lucro por ação feitas por 191 analistas no período de 1975 a 1981. Segundo o autor, há evidências que demonstram a variação da acurácia das previsões para cada ano, principalmente, aquelas relacionadas à previsões com um horizonte mais longo.

Butler e Lang (1991) investigaram a acurácia das previsões individuais dos analistas de 49 empresas do Fortune *index* em Dezembro de 1986 a partir de previsões de 1983 a 1986. Os autores concluíram que as diferenças observadas na acurácia das previsões dos analistas individuais dependem da interação de otimismo ou pessimismo dos mesmos e não de sua habilidade diferencial de previsão.

Alguns estudos recentes trouxeram contribuições significativas sobre diferenças nas previsões dos analistas tais como Stickel (1992), Sinha *et al.* (1997), Mikhail *et al.* (1997), Jacob (1999), Clement (1999).

Sinha *et al.* (1992) argumentam que existem diferenças sistemáticas nas previsões dos analistas. Os autores analisaram 297 empresas no período de 1984 a 1990 e, identificaram que, em geral, analistas que apresentam menores erros de previsão (considerados superiores), tendem a persistir em suas análises com relativa superioridade ao longo do tempo, enquanto analistas que apresentam maiores erros de previsão (considerados inferiores) não persistem em sua relativa inferioridade.

Mikhail *et al.* (1997) analisaram o efeito da experiência dos analistas na acurácia das previsões. Segundo os autores, quanto maior a experiência dos analistas, maior será a acurácia das previsões, ou seja, existe uma correlação positiva entre a experiência dos analistas e as previsões. Os autores verificaram que o mercado reconhece a maior precisão associada à experiência na formação de expectativa de ganhos. Os resultados sugerem que a experiência de um analista pode ser usada para melhorar a precisão das previsões de lucros.

Jacob *et al.* (1999) analisaram os efeitos simultâneos da atitude, experiência e características da corretora. Os autores concluíram que os aspectos mencionados exercem impacto sobre a acurácia das previsões. Além disso, corroborando o estudo de Mikhail *et al.* (1997), concluíram que a experiência dos analistas está positivamente associada com a acurácia das previsões.

Clement (1999) analisou a relação entre acurácia das previsões e experiência dos analistas, complexidade do portfólio e recursos. Assim, foi identificada forte relação entre a complexidade do portfólio e acurácia das previsões. Além disso, verificaram que a experiência e o tamanho da corretora estão positivamente relacionados com a acurácia,

enquanto, o número de empresas cobertas pelos analistas está negativamente relacionado com a acurácia das previsões.

Dentro da literatura nacional sobre determinantes da acurácia das previsões dos analistas do mercado de capitais, destacam-se os estudos de Martinez (2004; 2005; 2007) baseados nos trabalhos de Mikhail *et al.* (1997) e Clement (1999). O autor considerou os efeitos dos seguintes aspectos sobre a acurácia dos analistas: efeito da experiência sobre a acurácia dos analistas (experiência geral e específica do analista), efeitos da complexidade do portfólio na acurácia das previsões (número de empresas e setores acompanhados pelo analista) e efeito de características da corretora (tamanho da corretora, corretora de origem nacional e corretora associada a Banco de Investimento).

As conclusões de Martinez (2004) são apresentadas a seguir:

- A acurácia dos analistas varia em função de sua experiência na realização de previsões. Ela é positivamente correlacionada com a experiência que o analista detém na análise da mesma empresa, ou seja, quanto maior a experiência com determinada empresa, maior a acurácia das previsões. Contudo, ela é negativamente correlacionada com a experiência geral do analista. À medida que o analista avança na carreira, os dados indicaram que, em termos médios, a acurácia do analista diminui.

- O número de empresas cobertas pelo analista não é significativamente relevante. Tanto o número de empresas que o analista acompanha quanto o número de setores são fatores que se mostraram estatisticamente insignificantes para explicar a acurácia individual do analista.

- A corretora a que o analista está vinculado tem efeito significativo sobre a acurácia de suas projeções. Analistas pertencentes a corretoras maiores apresentam maior acurácia em suas previsões que aqueles que trabalham para entidades menores. Além disso, os estudos demonstraram não haver diferenças significativas no que se refere à origem da corretora (nacional e internacional) e ao fato da associação da corretora com um Banco de Investimentos.

2.5 Concentração de Poder

O poder pode ser definido como um importante fenômeno social expresso em termos da relação entre as pessoas (DAHL, 1957). De acordo com Robbins (2005), o poder diz respeito à capacidade que A tem de influenciar o comportamento de B, de maneira que B aja de acordo com a vontade de A.

Segundo French e Raven (1959), o processo de poder é presente, complexo e está disfarçado na sociedade. Além disso, salientam que em algumas áreas do conhecimento como a ciência política, a sociologia e a psicologia social, encontram-se uma variedade de distinções entre vários tipos de poder social ou processos de influência social. Com o intuito de compreender quais são os fatores que levam à influência de um indivíduo ou grupo sobre os outros, French e Raven (1959) distinguiram as fontes ou bases do poder da seguinte forma:

- Poder de recompensa: a pessoa submete-se à vontade ou às ordens de outra, pois considera que esta tem a capacidade de atribuir-lhe algum benefício ou recompensa.
- Poder coercitivo: neste caso, o indivíduo submete-se à vontade de outro, como decorrência da possibilidade de receber alguma punição ou consequência negativa de seu comportamento.
- Poder legítimo: está relacionado com a estrutura social, normas e regras do grupo ao qual o indivíduo pertence. Neste sentido, o poder será definido de acordo com a posição em que o indivíduo na estrutura organizacional.
- Poder de referência: decorre da identificação com uma pessoa que detém traços ou características desejáveis. O poder de referência deriva da admiração pelo outro ou pelo desejo de se parecer ou pertencer à determinado grupo.
- Poder de talento: o poder de talento está relacionado com a influência que se exerce como decorrência de habilidade específica ou do conhecimento que uma pessoa detém ou mesmo pela percepção que o outro possui quanto à capacidade de determinada pessoa.

No campo corporativo, destaca-se estudo de Finkelstein (1992) que investigou o poder dos líderes corporativos nas decisões estratégicas das organizações. O autor define o poder como o elemento central referente às escolhas estratégicas da organização. As dimensões de poder nas organizações foram definidas da seguinte maneira:

- Estrutura de poder: está relacionada com distribuição das posições formais em uma organização. Assim, quanto maior a autoridade do executivo, definida pela estrutura hierárquica, menor será a sua dependência com relação a outros membros da organização. Segundo Finkelstein (1992) essa dimensão é representada pelo poder do cargo dentro da estrutura hierárquica, definidas em função da compensação atribuída ao executivo (salários, bônus e outros benefícios) e pelo número de posições que um gestor ocupa na organização.

- Poder de Propriedade: a participação acionária é um relevante indicador de poder. Essa variável é definida em função da participação acionária dos executivos, da quantidade de ações da família do executivo (irmãos, pais, entre outros) e da participação dos fundadores ou parentes de fundadores da organização.

- Experiência: Finkelstein (1992) define a experiência como a habilidade do executivo lidar com os fatores relativos ao ambiente no qual a organização está inserida. Segundo ele, três variáveis estão relacionadas à experiência: poder da experiência, definido, por exemplo, pelas exigências ambientais (recursos necessários, condições de demanda, processos de produção e ambiente regulatórias), identificação das áreas funcionais na qual o gestor possui habilidades, relação das habilidades do gestor em determinada área funcional e a exigência do ambiente; área funcional, representada pela experiência específica do gestor em determinadas áreas funcionais na organização; posição na organização, representada pela variedade de posições que o gestor acumula dentro da estrutura organizacional.

- Prestígio: segundo Finkelstein (1992) o prestígio está relacionado com a capacidade de o gestor minimizar os impactos decorrentes da incerteza do ambiente organizacional. O autor considera quatro aspectos concernentes ao prestígio: o número de conselhos de administração que o executivo pertence; a participação do executivo em conselho de administração de organizações sem fins lucrativos; participação do executivo em empresas de destaque no mercado e; formação do executivo em instituição de ensino de prestígio.

De acordo com Finkelstein (1992) a capacidade dos executivos de influenciar as escolhas estratégicas de determinada empresa depende do grau de poder exercido tanto do CEO como dos demais executivos. Além disso, em organizações em que o poder é polarizado na figura do CEO, a análise de suas características é suficiente para definir o efeito de suas decisões sobre os resultados organizacionais.

A concentração de poder nas corporações tem sido foco de diversos estudos com o intuito de investigar a influência exercida sobre os resultados corporativos. Assim, a compreensão da concentração do poder oferece informações relevantes sobre processo decisório das organizações e seus reflexos sobre os resultados futuros.

2.5.1 Decisões em Grupo *versus* Decisões Individuais

Alguns trabalhos têm investigado a concentração de poder, tendo em vista o argumento de que as decisões tomadas em grupo são mais moderadas do que as individuais. Dentre os principais estudos pode-se destacar Sah e Stiglitz (1986), Sah e Stiglitz (1991), Almeida e Ferreira (2002), Barber *et al.* (2003), Adams e Ferreira (2009).

Sah e Stiglitz (1986) examinaram a qualidade da tomada de decisões e concluíram que as decisões coletivas apresentam maior vantagem com relação às individuais, tendo em vista que as decisões individuais implicam em maiores erros, principalmente, no que se refere à aceitação ou rejeição de projetos. Sah e Stiglitz (1991) investigaram o impacto da centralização ou descentralização no que se refere à tomada de decisões na escolha dos gestores e concluíram que quanto maior a concentração do poder nas organizações, maior variação dos resultados organizacionais.

Almeida e Ferreira (2002) investigaram 138 países (decisões políticas) de 1960-1989 e concluíram que sociedades autocráticas têm maior propensão de apresentar maior variação nas taxas de crescimento do que sociedades democráticas.

Barber *et al.* (2003) examinaram as decisões de investimentos individuais e em grupo. As principais conclusões foram: tanto os indivíduos como clubes de investimentos são mais propensos a comprar ações que estão associadas a boas notícias (uma empresa que é caracterizada em uma lista das mais admiradas empresas); descreveram que as decisões tomadas em grupo são mais previsíveis que as individuais.

Adams e Ferreira (2009) estudaram as diferenças de resultados das decisões tomadas individualmente *versus* grupo através de um jogo de apostas no Rio Tanana no Alasca. Concluíram que as duas suposições levantadas no estudo são consistentes: (1) a distribuição das estimativas feitas por grupos de apostadores parece mais conforme com a distribuição

histórica do que a distribuição de suposições feitas por apostadores individuais, e (2) a distribuição dos grupos tem menos massa na sua cauda e apresenta menor variabilidade que a distribuição dos indivíduos.

2.5.2 A Influência dos Líderes Corporativos sobre o Desempenho Organizacional

Um aspecto relevante a ser considerado refere-se às características dos executivos e sua influência no desempenho corporativo. Conforme referenciado por Silveira e Barros (2011b), a literatura apresenta alguns estudos que investigaram o impacto que as características (idade, antecedentes, educação, raízes socioeconômicas e situação financeira) do executivo no desempenho organizacional. Dentre elas, pode-se destacar Hambrick e Mason (1984) e Bertrand e Schoar (2003).

Segundo Hambrick e Mason (1984), os resultados organizacionais são parcialmente afetados pelas características pessoais dos principais executivos. Os autores consideraram as seguintes características dos executivos:

- Idade: empresas com executivos mais jovens são mais inclinadas a correr riscos estratégicos e apresentam maior taxa de crescimento e variação dos resultados do que empresas com executivos mais velhos.
- Áreas funcionais: o grau de experiência dos executivos está positivamente associado com o crescimento e lucratividade.
- Carreira do executivo: a permanência do executivo durante muitos anos na organização está negativamente relacionada a novas decisões estratégicas que incluam inovação e diversificação. Além disso, no caso de ambientes estáveis, a carreira está positivamente associada a crescimento e lucratividade e negativamente relacionada em ambientes instáveis.
- Educação: a educação formal dos executivos está positivamente relacionada com a inovação. Empresas com executivos com elevado grau de formação apresentam menor volatilidade nos resultados do que empresas que possuem executivos com pouca formação. Além disso, as empresas com executivos com elevada formação apresentam um grau de sofisticação e complexidade administrativa (sistemas de planejamento, orçamentos, programa de incentivo, entre outros).

- Aspectos socioeconômicos: empresas com altos executivos advindos de classe sociais inferiores possuem maior iniciativa relacionada às estratégias de aquisição e diversificação. Da mesma forma, empresas com executivos advindos de classe sociais inferiores apresentam maior variação nas taxas de crescimento e lucratividade.
- Situação financeira: a lucratividade está positivamente relacionada com as compensações destinadas aos altos executivos.
- Características do grupo (executivos): as decisões dos grupos homogêneos são mais rápidas. A homogeneidade está positivamente associada com a lucratividade em ambientes estáveis e, negativamente relacionada em ambientes instáveis.

Bertrand e Schoar (2003) investigaram a influência individual dos executivos no comportamento e desempenho organizacional. Para isso utilizaram variáveis corporativas (políticas de investimento, políticas financeiras, estratégias organizacionais e desempenho) e características relacionadas aos executivos (idade e graduação em MBA - *Master Business Administration*). Segundo os autores, as práticas corporativas de investimentos e estratégias organizacionais são sistematicamente dependentes do executivo responsável. Concluíram, também, que as diferenças de práticas corporativas estão relacionadas às diferenças de desempenho corporativo. Os executivos que apresentam elevado desempenho recebem maiores compensações e, são encontrados, normalmente, em empresas com maior concentração de poder. Além disso, as gerações mais antigas de CEOs são mais conservadoras e, executivos com formação em MBA são mais agressivos no que se refere às decisões estratégicas.

Recentemente, Silveira e Barros (2011a) investigaram o poder corporativo nas empresas, tendo em vista identificar a concentração de poder, ou seja, a função de líder corporativo está normalmente concentrada na figura do *CEO* ou *Chairman*. Os autores utilizaram uma amostra composta 204 empresas francesas e 215 empresas brasileiras. Os principais resultados encontrados foram os seguintes:

- Em 70% das companhias francesas o poder é compartilhado (*Chairman/CEO*) e em 75% das companhias brasileiras o *Chairman* assume maior poder na tomada de decisão.
- O chairman “mais poderoso” tende a assumir uma remuneração maior.
- Atributos como controle familiar, desempenho passado, posse na diretoria e idade estão positivamente associados ao poder do *Chairman*.

- Presidentes que pertencem a outros Conselhos tendem a ser menos poderosos, bem como aqueles que são nascidos no exterior, que administram empresas mais velhas ou empresas onde outros membros do Conselho têm participações significativas.

2.5.3 A Eficácia do Conselho de Administração, Poder do Líder Corporativo e o Desempenho Organizacional

O Conselho de Administração, órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, é o principal componente do sistema de governança. Seu papel é ser o elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas. O Conselho recebe poderes dos sócios e presta contas a eles (IBGC, 2010). O Conselho de Administração deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento (CVM, 2002).

Como forma de evitar concentração de poder, o IBGC (2010) recomenda que em prejuízo de supervisão adequada da gestão, deve ser evitado o acúmulo das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa. Além disso, salienta que é recomendável que o diretor-presidente não seja membro do Conselho de Administração, mas ele deve participar das reuniões de Conselho como convidado.

Outro aspecto relevante refere-se ao grau de independência do Conselho de Administração. Segundo orientação da CVM (2002), o conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia. O IBGC (2010) salienta a importância dos conselheiros independentes na monitoração e controle das atividades das companhias e, recomenda que o conselho seja composto apenas por conselheiros externos e independentes.

De acordo com o IBGC (2010), o número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês. O recomendado é de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) conselheiros.

A BM&FBOVESPA (2011) define o número mínimo de conselheiros conforme o nível diferenciado de governança corporativa em que a empresa está listada. Assim, as empresas listadas no Nível 2 e Novo Mercado devem possuir no mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos. As empresas listadas no Nível 1, Bovespa Mais e no Nível tradicional devem possuir no mínimo três membros.

Outro aspecto importante refere-se à estrutura de propriedade e controle e o impacto exercido no processo decisório das corporações e, conseqüentemente, no desempenho. O estudo pioneiro de Berle e Means (1932) chama a atenção para o conflito de interesse na separação entre propriedade e controle. Os autores observaram que os interesses dos acionistas são três: o máximo de lucro compatível com um razoável grau de risco, distribuição dos lucros forma equitativa entre os acionistas e manutenção das condições de mercado favoráveis ao investidor. Gestores, por outro lado, podem ser motivados pela busca do prestígio, poder ou compensação. Myers (1983) rotulou esse fenômeno de “Protecionismo dos Altos Executivos”. Assim, os administradores podem ficar tentados a agir de acordo com seus próprios interesses ao invés dos interesses dos acionistas.

Esse comportamento está refletido nas escolhas que os gestores fazem em relação ao seu esforço, exposição ao risco e ao horizonte de tempo (JENSEN e SMITH, 1985). Essas escolhas podem exercer um impacto negativo sobre a riqueza dos acionistas. Desta forma, pode ser do interesse dos gestores tomarem decisões que diminuam os riscos dos investimentos satisfazendo os acionistas, mesmo que ao fazê-lo diminuam o valor de mercado da empresa (MORCK *et al.*, 1989). Como conseqüência, os gestores estão mais interessados no desempenho da empresa por determinado período de tempo em que sejam remunerados. Assim, trabalham com um horizonte de tempo mais curto do que os acionistas, mesmo que esse comportamento recaia sobre perda de valor para a empresa (JENSEN e MECKLING, 1979). O desafio para os proprietários da empresa, então, é criar incentivos para que os gestores tomem decisões que satisfaçam os seus interesses.

Baseada no trabalho de Berle e Means (1932), a teoria da agência é fundamental para ajudar os pesquisadores a entender a natureza deste conflito entre proprietários e gestores, bem como sua possível resolução. De acordo com Jensen e Meckling (1976), os problemas de

agência decorrem das decisões tomadas pelos gestores em função de interesses próprios em detrimento dos interesses dos acionistas.

A literatura propõe duas configurações importantes para a compreensão entre a separação entre propriedade e controle: controlador externo e controlador interno (gestor). De acordo com Hambrick e Finkelstein (1995), a empresa controlada externamente é aquela que tem pelo menos um acionista majoritário que não é um executivo; nesta empresa, a vigilância dos acionistas é supostamente maior. A empresa controlada por um gestor, que não tem um único acionista principal, possui uma vigilância menor por parte dos acionistas.

As empresas controladas por um gestor quando comparadas com aquelas com controle externo, apresentam as seguintes características: a redução do risco corporativo como um motivo para fusões (AMIHUD e LEV, 1981); diminuição da substituição de executivos em detrimento da queda de desempenho (SALANCIK e PFEFFER, 1980); menor aversão ao risco (PALMER, 1973). Teóricos concluíram que, sem grandes acionistas para exercerem vigilância, os executivos tendem a perseguir seus próprios interesses de posição, segurança, tamanho e prestígio da empresa em vez de estritamente maximizar as riquezas dos acionistas.

Nesse contexto, aspectos relativos à estrutura de propriedade, composição do Conselho de Administração (independência e tamanho) e a sua relação com o CEO oferecem subsídios relevantes para compreensão da estrutura de poder nas organizações e sua influência sobre os resultados organizacionais. Alguns estudos relevantes como Haleblian e Finkelstein (1993), Hermalin e Weisbach (1998), Adams *et al.* (2005), Bebchuk *et al.* (2007), Cheng (2008) e Silveira e Barros (2011b) ressaltam a influência do CEO sobre outros executivos e sobre o Conselho de Administração no que se refere ao desempenho organizacional.

Haleblian e Finkelstein (1993) examinaram em 47 organizações os efeitos do tamanho da equipe de executivos e o grau de poder do CEO sobre o desempenho da empresa em diferentes ambientes. Os autores utilizaram dois ambientes distintos: ambiente estável (caracterizado pelo controle governamental relativo a preços e aquisição de capital) e um ambiente turbulento (caracterizado por contínua inovação, altas taxas de crescimento e elevada diferenciação de produtos). O estudo revelou que as empresas com equipes de executivos maiores e CEOs poderosos apresentavam melhores resultados em um ambiente estável e pior desempenho em um ambiente turbulento. Além disso, a associação entre o

tamanho da equipe de executivos, o poder do CEO e o desempenho da empresa é significativa em um ambiente que permite aos executivos elevada discricção no que concerne às escolhas estratégicas, mas não é significativo em um ambiente de baixo poder discricionário.

Hermalin e Weisbach (1998) investigaram o poder do CEO no que concerne a habilidade de negociação relativa ao processo de seleção dos integrantes do Conselho. Segundo os autores essa característica do CEO advém de sua capacidade de percepção em relação aos seus potenciais sucessores. Assim, a rotatividade dos CEOs está negativamente relacionada ao desempenho e essa relação é mais forte à medida que aumenta o grau de independência do Conselho. A probabilidade de que conselheiros independentes sejam adicionados ao Conselho está relacionada a desempenho mais fracos da organização. Um aspecto importante refere-se à menor independência do Conselho ao longo da carreira do CEO. Finalmente, o modelo oferece uma visão sobre a eficácia das várias políticas destinadas a aumentar o acompanhamento do Conselho.

Segundo Adams *et al.* (2005) quanto maior concentração de poder na figura do CEO, maior a variação dos resultados organizacionais. A amostra inclui 336 empresas (*Fortune 500* de 1998) no período de 1992 a 1998. A concentração de poder é mensurada, tendo em vista, a influência que o *CEO* exerce sobre o conselho e outros executivos, como consequência de sua posição formal, *status* como um dos fundadores, e seu *status* de *insider* exclusivo do conselho. Os autores constataram que os retornos das ações são mais voláteis para as empresas administradas por CEOs poderosos.

Os resultados de Bebchuk *et al.* (2007) são opostos aos encontrados por Adams *et al.* (2005). Segundo os autores, a concentração de poder na figura do CEO está negativamente associada com a volatilidade do retorno das ações. Além disso, existe uma relação negativa entre o acúmulo das funções de CEO e Presidente do Conselho de Administração e volatilidade do retorno das ações.

Cheng (2008) examinou a relação entre o tamanho do Conselho de Administração e a volatilidade do desempenho das companhias. Os resultados indicam que o tamanho do Conselho está negativamente associado à volatilidade dos retornos das ações mensais, ROA (*return on assets*), Tobin's Q, provisões contábeis, itens extraordinários, imprecisão previsões dos analistas, o nível de despesas de P&D (Pesquisa e Desenvolvimento) e a frequência de

aquisições e atividades de reestruturação. Os resultados são consistentes com a visão de que existe um compromisso para aumentar a busca de consenso no Conselho e, conseqüentemente, as decisões de Conselhos maiores são mais moderadas, levando a menor volatilidade do desempenho corporativo.

Recentemente, o estudo de Silveira e Barros (2011b) trouxe novas perspectivas sobre concentração de poder e a volatilidades dos resultados das corporações francesas, corroborando os resultados de Bebchuk *et al.* (2007) e Cheng (2008). Os autores utilizaram uma amostra de 204 empresas no período de 2010 para investigar a influência do principal líder corporativo sobre o desempenho organizacional. Os autores utilizaram a seguinte equação para definir a concentração de poder nas empresas:

$$iConPoder = \left[iPoderIndividual + \left(\frac{iPassividadeConselho + iHomogeneidadeConselho}{2} \right) \times \left(\frac{100}{30} \right) \right]$$

Onde:

- *iPoderIndividual*: representa o índice de concentração de poder do líder corporativo.
- *iPassividadeConselho*: representa o índice de propensão à passividade do Conselho de Administração.
- *iHomogeneidadeConselho*: representa o índice de homogeneidade do Conselho de Administração.
- A soma e divisão visa atribuir o mesmo peso para as duas dimensões da *iConPoder*.
- A multiplicação por 100 e divisão por 30 é feita para reduzir o índice em uma escala de zero a 100.

A passividade e homogeneidade do Conselho são dois aspectos importantes para definição da concentração de poder, pois definem o grau de oposição que o principal líder corporativo terá no processo decisório.

Silveira e Barros (2011b) definiram o índice de passividade do Conselho como: o número de diretores que ocupam posições em outros Conselhos, número de reuniões por ano, número de comitês do Conselho, percentual de diretores independentes e o percentual de

CEOs de outras companhias no Conselho. O índice de homogeneidade do Conselho foi definido da seguinte forma: o percentual de mulheres e estrangeiros no Conselho, a média de mandato dos membros do Conselho e a presença de diferentes tipos de formação acadêmica. A metodologia para construção de cada índice será apresentada detalhadamente no Capítulo 3.

Além disso, Silveira e Barros (2011b) utilizaram as seguintes variáveis para definir o desempenho organizacional: ROA (*return on assets*) que representa retorno sobre os ativos; retorno das ações; P/E (*Price Earnings Ratio*) que representa a relação entre o preço do ativo e o lucro da empresa; ROE (*return on equity*) que representa o retorno sobre o patrimônio líquido e o PTB (*price-to-book*) que representa o valor de mercado da empresa dividido pelo valor patrimonial.

Os resultados encontrados por Silveira e Barros (2011b) corroboram os resultados de Cheng (2008) e Bebchuk *et al.* (2007), porém contrariam Adams *et al.* (2005). Os principais resultados encontrados por Silveira *et al.* (2011b) são apresentados a seguir:

- Empresas com líderes corporativos mais poderosos apresentaram menor volatilidade de resultados.
- O impacto da concentração de poder na volatilidade dos resultados não é limitado, tão somente, a fatores relacionados às decisões individuais versus coletivas.
- Aspectos como o desejo de manter o *status quo* e a necessidade manter a sobrevivência da empresa e compromissos relacionados aos *shareholders* tornam os líderes corporativos mais conservadores.

2.6 Concentração de Poder e Acurácia das Previsões dos Analistas

Vários estudos oferecem informações significativas que sugerem a possível relação entre a concentração de poder nas corporações e a acurácia das previsões dos analistas (ADAMS *et al.*, 2005; BYARD *et al.*, 2006; BHAT *et al.*, 2006; BEBCHUK *et al.*, 2007; CHENG, 2008; DALMÁCIO, 2009; SILVEIRA e BARROS, 2011b). A hipótese principal deste trabalho fundamenta-se na ideia de que acurácia das previsões será maior para empresas conservadoras e estáveis (menor incerteza). Nesse sentido, a volatilidade dos resultados torna-se aspecto crucial compreensão nesta relação, pois demonstra a grau de incerteza apresentado pelas empresas que este refletido diretamente na acurácia das previsões.

Alguns estudos relativos à acurácia das previsões (BYARD *et al.*, 2006; BHAT *et al.*, 2006; DALMÁCIO, 2009) utilizaram a volatilidade dos resultados como *proxy* para demonstrar o grau de incerteza das previsões dos analistas. Os autores utilizaram a volatilidade do Lucro por Ação (LPA) dos cinco anos anteriores para representar a dificuldade de previsão dos lucros para as empresas. Os estudos concluíram que a maior volatilidade do LPA tem um efeito significativo de imprevisibilidade para as previsões dos analistas, ou seja, quanto maior a volatilidade, menor a acurácia das previsões.

Diante disso, é fundamental compreender se a concentração de poder está positivamente ou negativamente associada a volatilidade dos resultados. Estudos relativos à concentração de poder (ADAMS *et al.*, 2005; BEBCHUK *et al.*, 2007; CHENG, 2008; SILVEIRA e BARROS, 2011b) apresentaram argumentos antagônicos sobre a relação entre concentração de poder e volatilidade dos resultados.

Adams *et al.* (2005) utilizou o retorno das ações, o ROA (*return on assets*) e o Tobin's Q como variáveis de volatilidade. A concentração de poder foi definida em função do poder do CEO conforme segue: o CEO como fundador, o CEO como único representante da diretoria no Conselho de Administração e o acúmulo de funções pelo CEO (*Chairman* e CEO). Seguindo os argumentos teóricos que sugerem que a maior concentração de poder se associa a decisões mais idiossincráticas e menos coletivas. Os autores concluíram que empresas com maior concentração de poder apresentam maior volatilidade dos resultados.

Bebchuk *et al.* (2007) utilizaram como medida de volatilidade o retorno das ações. A concentração de poder foi definida como o percentual de remuneração pago ao CEO considerando-se os cinco principais executivos da corporação. A importância do CEO em relação aos outros executivos (capacidade de contribuição ou poder) está refletida na compensação destinada ao seu principal executivo. Diferente de Adams *et al.* (2005), os resultados de Bebchuk *et al.* (2007) apresentam uma relação negativa entre concentração de poder e a volatilidade dos retornos das ações. Os autores argumentam concentração de poder está negativamente associada à volatilidade dos resultados por duas razões:

- O CEO que desempenha um papel dominante no processo decisório da empresa pode tomar decisões mais conservadoras (aversão ao risco) com o intuito de reduzir a chance de retornos das ações negativos que possam ocasionar seu desligamento da corporação. Bebchuk *et al.* (2007) salientam que a remuneração do CEO e seu mandato são mais sensíveis

ao desempenho da empresa do que os de outros executivos de alto escalão, o CEO pode ter um incentivo especialmente forte para evitar riscos.

- Se o CEO desempenha um papel dominante na empresa, isso poderia gerar menor incerteza do mercado sobre a estratégia da empresa e, assim, diminuir a variabilidade dos retornos específicos da empresa.

Cheng (2008) utilizou as mesmas medidas de *performance* adotadas por Adams *et al.* (2005). A concentração de poder foi definida, principalmente, em função do tamanho do Conselho de Administração. Além disso, o autor utilizou como variáveis de controle a metodologia adotada por Adams *et al.* (2005) relativa ao poder do CEO. Segundo o autor, o tamanho do Conselho é negativamente relacionado com a volatilidade dos retornos das ações mensais, porém, não foram encontradas evidências da relação positiva entre poder do CEO e volatilidade dos resultados.

Silveira e Barros (2011b) corroboram as evidências encontradas por Bebchuk *et al.* (2007) e Cheng (2008). Os autores utilizaram como medida de volatilidade dos resultados o ROA (*return on assets*), o retorno das ações, o P/E (*Price Earnings Ratio*), o ROE (*return on equity*) e o PTB (*price-to-book*). A concentração de poder foi definida em função do poder individual do líder corporativo (*Chairman* ou CEO), passividade do Conselho e homogeneidade do Conselho. Os autores concluíram que a concentração de poder está negativamente associada à volatilidade dos resultados. Além disso, salientam que aspectos relacionados ao desejo do líder corporativo em manter o *status quo*, a sobrevivência do negócio e compromissos relacionados aos *shareholders* tornam os líderes corporativos mais conservadores.

Alguns aspectos relacionados às características do Conselho de Administração (presença do CEO e tamanho do Conselho de Administração) sugerem a influência da concentração de poder sobre a acurácia das previsões dos analistas. De acordo com Byard *et al.* (2006), a acurácia previsão dos analistas é positivamente associada com a independência do Conselho de Administração e, negativamente associada com a presença do CEO no Conselho. Segundo Cheng (2008), o tamanho do Conselho é negativamente associado com a volatilidade dos retornos mensais das ações e volatilidade do ROA (*return on assets*). O autor salienta que empresas com Conselhos maiores, além de apresentarem melhor *performance* operacional, também possuem maior eficácia no gerenciamento das expectativas dos

investidores sobre os resultados futuros. Os resultados de Cheng (2008) trazem evidências que o tamanho do Conselho está positivamente associado com a acurácia das previsões dos analistas.

Finkelstein (1992) salienta que um CEO ou *Chairman* que possui participações significativas na organização será mais poderoso do que um líder que ocupa somente uma posição de controle. De acordo com Adams *et al.* (2005) a presença do CEO, como único representante do executivo no Conselho de Administração representa maior influência no processo decisório da empresa. Silveira e Barros (2011b) argumentam que a atuação do líder corporativo (CEO) como membro do Conselho é uma evidência significativa da ascendência do líder corporativo internamente denotando seu poder na empresa.

Segundo Silveira e Barros (2011b), os líderes corporativos – principalmente, fundadores, parentes dos fundadores ou grandes acionistas – poderiam ser mais propensos a um comportamento conservador por três razões principais:

- Os líderes corporativos podem possuir baixa diversificação (grandes acionistas).
- Eles podem ser mais orientados à sobrevivência da empresa devido a compromissos com outras partes interessadas (fundadores ou parentes de fundadores).
- Eles podem reduzir a incerteza do mercado sobre a estratégia da empresa e políticas de negócios, principalmente, quando a manutenção de sua posição depende de seus resultados (*CEO* como líder corporativo).

Alguns estudos trazem evidências de que os gestores tendem a serem mais conservadores. De acordo com Berle e Means (1932) os gestores são motivados pelo prestígio, poder e compensações. Fama (1980) e Morck *et al.* (1989) salientam que a necessidade de manter sua posição e compensações tornam os gestores mais propensos ao conservadorismo. Assim, pode-se assumir que líderes corporativos poderosos, principalmente, aqueles que ocupam a posição de CEO ou acumulam as posições de CEO e *Chairman*, tendem a assumir uma posição mais conservadora, pois o prestígio, poder e compensações dependem desse comportamento.

Tais argumentos apresentados sugerem que tanto a hipótese de relação negativa (BEBCHUK *et al.*, 2007; CHENG, 2008; SILVEIRA e BARROS, 2011b) quanto positiva (ADAMS *et al.*, 2005) associada a volatilidade dos resultados, são plausíveis.

3 METODOLOGIA

3.1 Classificação da Pesquisa

3.1.1 Quanto à Natureza

O trabalho em questão é uma pesquisa aplicada. De acordo com Silva e Menezes (2001), a pesquisa aplicada tem o objetivo de gerar conhecimentos que possam ser suscetíveis à aplicação prática, com o intuito de solucionar problemas específicos.

3.1.2 Quanto aos Objetivos

No que se refere aos objetivos, a pesquisa é classificada como descritiva. Gil (1999) coloca que o principal objetivo da pesquisa descritiva está relacionado à descrição das características concernentes à determinada população ou fenômeno. Assim, a pesquisa descritiva tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis.

Andrade (2002) salienta que o principal foco da pesquisa descritiva reside na observação dos fatos, registro, análise, classificação e interpretação dos mesmos sem quaisquer interferências do pesquisador.

Assim, a pesquisa é descritiva porque busca investigar o comportamento de empresas e analistas por meio do desenvolvimento de hipóteses testadas com dados reais.

3.1.3 Quanto à Abordagem do Problema

A pesquisa utilizará uma perspectiva positivista utilizando como metodologia a pesquisa quantitativa. Donaldson (2003) propõe que o positivismo pode explicar mudanças organizacionais, como as trazidas pelo alinhamento da estrutura organizacional com as contingências situacionais. Assim, esse processo de adaptação entre estrutura organizacional e contingências situacionais resulta em desempenho organizacional. Neste sentido, sob uma perspectiva positivista a acurácia das previsões dos analistas de mercado pode ser influenciada por aspectos referentes à concentração do poder na figura do CEO ou *Chairman*.

O trabalho será baseado na pesquisa quantitativa, através da utilização de instrumentos estatísticos, tanto na coleta como no tratamento dos dados. Segundo Bryman (2004), a pesquisa quantitativa é caracterizada pela exibição de certas preocupações, sendo elas: mensuração, causalidade, generalização e replicação.

A especificação das características da população e procedimento de amostra segue o proposto por Creswell (2007). A população e amostra serão definidas em função das empresas constantes da BM&FBOVESPA.

Assim, conforme Bryman (2004), é necessário mensurar os conceitos. Essa mensuração refere-se ao processo de operacionalização. A forma de mensuração será definida em função da literatura internacional considerando-se, principalmente, os estudos de Lang e Lundholm (1996), Duru e Reeb (2002) e Hope (2003) os quais investigam a acurácia das previsões dos analistas de mercado e Silveira e Barros (2011b) que tratam da relação entre a concentração de poder e variação do desempenho corporativo.

3.2 Base de Dados

As principais fontes utilizadas para coleta de dados e informações são: Banco de Dados do sistema *Thomson One Analytics*®, Banco de Dados do sistema *Economática*®, *websites* das companhias e Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme apresentado no Quadro 3.

Dados e Informações	Fonte
Previsões dos analistas para empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA.	Banco de Dados do Sistema Thomson One Analytics®
Informações econômico-financeiras sobre as empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, Setores de Atividades	Banco de Dados do sistema Economática®
Informações relativas à concentração de poder.	Base de dados de Silveira et al. (2011), coletada a partir de Websites das companhias e Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Quadro 1: Fonte de dados

A *Thomson One Analytics*® é uma base de dados que oferece uma gama ampla e profunda de dados e informações financeiras. Além disso, fornece relatórios, projeções, recomendações, consenso de mercado e/ou estimativas detalhadas por *broker*, dados fundamentalistas com histórico de 10 anos de balanço e fluxo de caixa em moeda local.

3.3 Descrição da Amostra

A amostra é composta por 107 companhias de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo). Foram consideradas na amostra somente as instituições não-financeiras. A definição do número de empresas da amostra levou em consideração as previsões de consenso dos analistas (média) no período de Janeiro à Dezembro de 2010. Para efeito de comparabilidade, foram consideradas nesta pesquisa, apenas empresas que apresentavam previsões de Lucro por Ação Anual (LPA) em todos os meses de correspondentes ao ano de 2010, como também, todos os dados referentes às variáveis estudadas.

A escolha das previsões relativas aos resultados anuais (LPA) decorre da maior disponibilidade de dados, corroborando Martinez (2004), que constatou que a maioria das previsões no Brasil é voltada para resultados anuais.

A amostra de trabalho consiste num conjunto de dados de corte transversal. Segundo Gujarati (2006), os dados em corte transversal são aqueles em que uma ou mais variáveis foram coletadas no mesmo ponto do tempo. Os dados e informações foram coletados considerando-se o período de 2010. Além disso, os dados relativos à concentração de poder foram coletados a partir da amostra de Silveira e Barros (2011b).

O Quadro 4 apresenta uma lista com os setores de atividade das companhias que compõem a amostra, conforme classificação utilizada pelo sistema Economática®.

Identificação do Setor	Setor Economática®	Empresas	%
1	Agro e Pesca	1	0,9
2	Alimentos e Bebidas	6	5,6
3	Comércio	8	7,5
4	Construção	12	11,2

5	Eletroeletrônicos	2	1,9
6	Energia Elétrica	15	14,0
7	Máquinas Industriais	2	1,9
8	Mineração	3	2,8
9	Outros	23	21,5
10	Papel e Celulose	3	2,8
11	Petróleo e Gás	3	2,8
12	Química	3	2,8
13	Siderurgia e Metalurgia	4	3,7
14	Software e Dados	4	3,7
15	Telecomunicações	4	3,7
16	Têxtil	4	3,7
17	Transportes e Serviços	8	7,5
18	Veículos e Peças	2	1,9

Quadro 2: Setores de atividade das empresas da amostra

3.4 Definição das Variáveis do Modelo

3.4.1 Variável Dependente

Acurácia da Previsão do Consenso dos Analistas (APCA): A acurácia das previsões dos analistas de mercado será definida de acordo com a literatura internacional (LANG e LUNDHOLM, 1996; DURU e REEB, 2002; HOPE, 2003). A acurácia é medida como o negativo do valor absoluto dos erros, deflacionado pelo preço da ação, conforme segue:

$$APCA_{i,t} = (-1) \frac{|LPAPREV_{i,t}^{t-1} - LPAREAL_{i,t}|}{P_{i,t-1}}$$

Onde:

$LPAPREV_{i,t}^{t-1}$ = lucro por ação previsto pelo consenso dos analistas no tempo t-1 para a empresa i para o tempo t;

$LPAREAL_{i,t}$ = lucro por ação real da empresa i apurado no tempo t;

$P_{i,t-1}$ = preço da ação da empresa no tempo t-1

A acurácia da previsão dos analistas é mensurada como a diferença absoluta entre a previsão consensual dos analistas (I/B/E/S), referente aos seguintes horizontes de previsão: três, seis, nove e doze meses antes do final do ano fiscal. É importante salientar que o sistema I/B/E/S apura, mensalmente, o consenso dos analistas para todas as previsões até o mês anterior ao da publicação dos resultados. Portanto, o sistema registra o consenso dos analistas para o LPA de um determinado exercício, até o mês anterior ao anúncio dos resultados.

O preço da ação, para o cálculo da acurácia, refere-se ao mês anterior da previsão do consenso dos analistas. Portanto, para as previsões realizadas no mês de Março de 2010, utiliza-se o preço da ação referente à Fevereiro de 2010.

3.4.2 Variável Independente

Índice de concentração de poder (*iCON_PODER*): medida construída por Silveira e Barros (2011b), conforme segue:

$$iCON_PODER = \left[iPoderIndividual + \left(\frac{iPassividadeConselho + iHomogeneidadeConselho}{2} \right) \times \left(\frac{100}{30} \right) \right]$$

Onde:

- *iPoderIndividual*: representa o índice de concentração de poder do líder corporativo. A escala varia de 0 a 15.
- *iPassividadeConselho*: representa o índice de propensão a passividade do Conselho de Administração. A escala varia de 0 a 15.
- *iHomogeneidadeConselho*: representa o índice de homogeneidade do Conselho de Administração. A escala varia de 0 a 15.
- A soma e divisão visa atribuir o mesmo peso para as duas dimensões da *iCON_PODER*.
- A multiplicação por 100 e divisão por 30 é feita para reduzir o índice em uma escala de 0 a 100.

Primeiramente, Silveira e Barros (2011b), a fim de identificar o principal líder corporativo, utilizaram o *score* desenvolvido por Silveira e Barros (2011a) para comparar o poder relativo do *Chairman versus* CEO. A pontuação é calculada mediante a aplicação de um questionário composto por sete questões (Quadro 5) relacionadas com as quatro dimensões do poder corporativo desenvolvidas por Finkelstein (1992) (poder estrutural, poder derivado da propriedade, poder derivado da *expertise*, poder derivado do prestígio). A escala varia de 0 a 10 para o *Chairman* e CEO.

Questão (pontuação)	Chairman	CEO	Razão
1. Ele é um fundador da companhia ou parente do fundador? (Se fundador = 3; Se parente = 2, Não = 0)	3/2/0	3/2/0	Os fundadores são pessoas mais influentes (ADAMS <i>et al.</i> , 2005). Líderes corporativos que são fundadores ou parentes de fundadores possuem maior poder, tendo em vista uma relação de longo prazo maior com o conselho de administração (FINKELSTEIN, 1992).
2. O <i>Chairman</i> é um ex-CEO da companhia? (Sim = 2 para pontuação do <i>Chairman</i> e zero para o CEO; Não = 0 para ambos).	2/0	na	Um <i>Chairman</i> com mandato anterior de CEO na companhia designa ascendência interna, através da experiência adquirida no longo prazo
3. Quem possui maior experiência como um gestor na companhia (mandato)? Se o <i>Chairman</i> – incluindo o tempo como executivo e <i>Chairman</i> – então um ponto para ele e zero para o CEO; Se não – incluindo se ambos tem o mesmo tempo de mandato – um ponto para o CEO).	1/0	1/0	A experiência definida pela quantidade de anos dentro da companhia é fator decisivo no que se refere à tomada de decisões. Além disso, o líder corporativo com maior experiência possui maior prestígio interno e melhores contatos internos para coletar informações relevantes sobre questões empresariais.
4. Quem possui mais ações da companhia? (Se o <i>Chairman</i> , então um ponto para ele e zero para o CEO; Se o CEO, então receberá um ponto; Se um deles possui mais do que 50% das ações com direito a voto, então, três pontos).	3/1/0	3/1/0	O <i>Chairman</i> ou CEO com participação significativa na corporação serão mais poderosos. (FINKELSTEIN, 1992).

5. Ele é um membro do comitê de nomeação, compensação ou estratégico? (Sim = 1; Não = 0).	1/0	1/0	A participação no comitê de nomeação, compensação ou estratégico é uma indicação de liderança sobre a seleção de novos membros do Conselho, compensação dos executivos ou direcionamento estratégico da companhia.
6. O CEO é um membro do Conselho? (Sim = 1; Não = 0)	<i>na</i>	1/0	CEOs são, normalmente, membros do Conselho. Sua ausência do Conselho é um sinal de que ele não participa das principais decisões estratégicas da companhia.
7. O CEO é membro de dois ou mais Conselhos de outras companhias privadas? (excluídas as subsidiárias e empresas pertencentes ao mesmo grupo) (Sim = 1; Não = 0)	<i>na</i>	1/0	Os líderes corporativos podem usar a participação em conselhos para estabelecer e manter contatos ou para aumentar seu estatura social. Quanto maior o número de conselhos, maior o prestígio de um executivo. (FINKELSTEIN, 1992).

Quadro 3: Comparação do poder relativo – *Chairman* versus *CEO*, conforme Silveira e Barros (2011a).

Em seguida Silveira e Barros (2011b) definiram o índice do poder individual do líder corporativo (iPoderIndividual), composto por 12 questões relacionadas ao CEO ou *Chairman*, tendo em vista as quatro fontes de poder nas organizações, propostas por Finkelstein (1992). O índice tem intervalo de 0 a 15 para o CEO ou *Chairman*, conforme Quadro 6:

#	Questão	Resposta	Dimensão do Poder Individual	Fundamentação
1	As posições de <i>Chairman</i> e CEO são ocupadas pela mesma pessoa?	Sim = 2; Não = 0	Estrutura de Poder	A mesma pessoa ocupando as duas principais posições de autoridade proporciona maior poder sobre os demais executivos, bem como, maior controle sobre a agenda do Conselho e informações.
2	O líder corporativo é um membro do comitê de nomeação, compensação ou estratégico	Sim = 1; Não = 0	Estrutura de Poder	A presença no comitê de nomeação, compensação ou estratégico sinaliza um papel de liderança em relação à seleção de novos membros do Conselho, a remuneração dos executivos ou a direção estratégica da empresa.
3	O CEO é o único executivo no	Sim = 1; Não = 0	Estrutura de Poder	Se outro executivo de alto escalão pertence ao Conselho, ele tem mais chances de participar das

	Conselho de Administração?*			tomada de decisão com o CEO. (ADAMS <i>et al.</i> , 2005).
4	O líder corporativo é um fundador ou parente do fundador da empresa?	Fundador = 3; Parente do Fundador = 2; Não = 0	Propriedade, Experiência e Prestígio	Os fundadores da empresa são pessoas mais influentes (ADAMS <i>et al.</i> , 2005). Além disso, os líderes empresariais que são fundadores ou relacionados com os fundadores podem ganhar poder através de sua interação, muitas vezes de longo prazo com o conselho. (FINKELSTEIN, 1992).
5	O Líder Corporativo detém mais do que 10% das ações com direito a voto?	Sim = 2; Não = 0	Poder de Propriedade	Um <i>Chairman</i> ou CEO, com participações significativas na organização será mais poderoso do que um líder corporativo que ocupa somente uma posição de controle (FINKELSTEIN, 1992).
6	O líder corporativo ocupa essa posição há mais de 10 anos?	Sim = 1; Não = 0	Experiência	Líderes corporativos que ocupam a posição por mais tempo possuem maior poder de negociação junto ao Conselho (ADAMS <i>et al.</i> , 2009).
7	A empresa obteve um retorno sobre ativos (ROA) superior à média da setor de atividade nos últimos três anos?	Sim = 1; Não = 0	Experiência	Líderes corporativos de empresas com elevado desempenho contábeis passados aumentam o poder negociação de suas empresas. (HERMALIN e WEISBACH, 1998).
8	O <i>Chairman</i> é um ex-CEO da empresa?***	Sim = 2; Não = 0	Experiência	Um <i>Chairman</i> com mandato anterior como CEO da empresa, desenvolveu uma ascensão interna devido à sua longa experiência na empresa.
9	A relação entre a remuneração dos CEOs e as compensações pagas a outros executivos de alto escalão é acima da mediana da amostra?*	Sim = 1; Não = 0	Experiência	A fração da remuneração dos cinco principais executivos capturada pelo CEO é uma <i>proxy</i> para a centralidade CEO, ou seja, a importância relativa do CEO dentro da equipe (BEBCHUK <i>et al.</i> , 2007).
10	O Líder Corporativo é membro de quatro ou mais Conselhos de outras empresas privadas?	Sim = 1; Não = 0	Prestígio	Os líderes corporativos podem usar outros Conselhos para estabelecer e manter contatos ou para aumentar seu <i>status</i> social. Quanto maior o número de Conselhos, maior o valor do prestígio de um executivo (FINKELSTEIN, 1992).

11	O mandato do líder corporativo menos a média do mandato de outros membros do Conselho é acima da média da amostra?	Sim = 1; Não = 0	Prestígio	Um mandato maior reforça o poder do líder corporativo devido às vantagens informacionais, bem como experiência única decorrente da longa permanência na empresa.
12	O <i>Chairman</i> ou CEO são graduados em universidades de elite?	Sim = 1; Não = 0	Prestígio	O prestígio e os contatos profissionais podem derivar da formação educacional. Portanto, os líderes empresariais com formação renomada podem ser mais influentes (FINKELSTEIN, 1992).

Quadro 4: Índice de poder individual do Líder Corporativo (*iPoderIndividual*), conforme Silveira e Barros (2011b).

* e ** denotam questões aplicadas apenas ao CEO e *Chairman*, respectivamente.

No que se refere à questão 12, Silveira e Barros (2011b) consideram o seguinte critério para seleção das universidades de elite: atribui-se um ponto para formação em Universidades Federais, Universidades estaduais pertencentes ao Estado de São Paulo, universidades privadas com reputação de longa data, como a Pontifícia Universidade Católica (PUCs estaduais) e escolas da Fundação Getúlio Vargas (FGV). Além disso, atribui-se um ponto para os líderes corporativos que realizaram seus estudos de graduação no exterior. Finalmente, CEOs, sem indicação clara de seu grau de formação acadêmica atribui-se pontuação zero.

Em seguida, Silveira e Barros (2011b) definiram o índice de passividade do conselho. De acordo com os autores, um Conselho com propensão à passividade garante ao líder corporativo (*Chairman* ou CEO) maiores possibilidades de tomar decisões sem a existência de uma possível oposição acirrada. O índice leva em consideração o número de diretores que pertencem ao Conselho, o percentual de CEOs de outras companhias no conselho, o percentual de diretores independentes, o número de reuniões por ano e o número de comitês do conselho, conforme Quadro 7. A escala varia de 0 a 15.

#	Dimensão	Razão	Proxy	Procedimento de Pontuação
1	Disponibilidade de tempo do Conselho no agregado	Membros do Conselho ocupados com outras posições reduzem a probabilidade de uma profunda análise do material enviado com antecedência das reuniões do Conselho, bem como sua capacidade de argumentar contra as propostas do líder corporativo (SHIVDASANI e YERMACK, 1999)	Conceito de "ocupação do Conselho", em que uma maioria de diretores externos ocupa cinco ou mais assentos no Conselho (diretoria) de outras empresas.	<p>i. Calcular o número de posições do Conselho ocupadas por cada membro do Conselho externamente (não executivo);</p> <p>ii. Classificar todas as empresas em ordem decrescente de acordo com o percentual de membros do Conselho externos atuando em três ou mais Conselhos, e atribuir:</p> <p>0 → se a empresa é classificada igual ou abaixo do percentil P25 (percentil 25);</p> <p>1 → se a empresa é classificada entre P25 e P50 (percentil 50);</p> <p>2 → se a empresa é classificada entre P50 e P75 (percentil setenta e cinco);</p> <p>3 → se a empresa é classificada igual ou acima de P75.</p>
2	Disponibilidade de tempo dos membros do Conselho	Um membro do Conselho atuando como CEO em outra empresa terá menor possibilidade para analisar questões com profundidade antes das reuniões e não terá interesse de questionar o líder de outra empresa (desde que ele poderia sofrer o mesmo escrutínio em sua empresa). Como resultado, isso deverá reduzir seu ímpeto de levantar questionamentos acerca das decisões do líder	Percentagem de membros do Conselho externos atuando simultaneamente como CEOs de outras empresas.	<p>i. Calcular o número de membros do Conselho externos que, simultaneamente, atuam como CEOs de outras empresas e dividir pelo número de membros do Conselho externos;</p> <p>ii. Classificar todas as empresas em ordem decrescente de acordo com o percentual de membros do conselho externos atuando como CEOs, e atribuir:</p> <p>0 → se a empresa é classificada igual ou abaixo do percentil P25;</p> <p>1 → se a empresa é classificada entre P25 e P50;</p> <p>2 → se a empresa é classificada entre P50 e P75;</p> <p>3 → se a empresa é classificada</p>

		corporativo.		igual ou acima de P75.
3	Membro do Conselho independente	Membros do Conselho não considerados independentes têm uma menor propensão a se opor a opinião do líder corporativo do que os independentes. Embora, a independência possa não ser uma condição suficiente para definir eficácia do diretor, ela é considerada uma condição necessária.	Percentagem de membros do Conselho classificados como independentes.	<p>i. Calcular o percentual de conselheiros independentes (número de diretores classificados como independentes dividido pelo tamanho do Conselho);</p> <p>ii. Classificar todas as empresas em ordem decrescente de acordo com o percentual de conselheiros independentes, e atribuir:</p> <p>0 → se a empresa é classificada percentil igual ou acima de P75;</p> <p>1 → se a empresa é classificada entre P50 e P75;</p> <p>2 → se a empresa é classificada entre P25 e P50;</p> <p>3 → se a empresa é classificada igual ou inferior a P25.</p>
4	Funcionamento do Conselho e complexidade da agenda.	Várias reuniões do Conselho por ano resultarão em uma pesada agenda para a preparação de cada uma delas. Como resultado, seus membros terão menos tempo para aprofundamento e discussões.	Número de reuniões do Conselho por ano.	<p>Calcular o número de reuniões regulares do Conselho durante todo o ano e atribuir:</p> <p>0 → se o Conselho realizou mais de dez reuniões ordinárias por ano;</p> <p>1 → se o Conselho realizou entre sete e dez reuniões por ano;</p> <p>2 → se o Conselho realizou entre quatro e seis reuniões por ano;</p> <p>3 → se o Conselho realizou até três reuniões por ano.</p>
5	Pré-discussão de questões do Conselho em outros fóruns	A presença de comitês do Conselho permite maior profundidade no debate de questões antes de reuniões do Conselho, reduzindo a passividade ou propensão a envolver-se em cascatas de	Número de comitês do Conselho	<p>Calcular o número de comitês do Conselho composto por pelo menos 50% de membros externos do Conselho:</p> <p>0 → Se a Conselho possui três ou mais comitês;</p> <p>1 → se o Conselho possui dois comitês;</p>

		informação.		2 → se o Conselho possui um comitê; 3 → se o Conselho não possui comitê.
--	--	-------------	--	---

Quadro 5: Índice de propensão à passividade do Conselho (*iPassividadeConselho*), conforme Silveira e Barros (2011b).

Para definição do índice de homogeneidade do Conselho, Silveira e Barros (2011b) utilizaram as seguintes dimensões: porcentagem de mulheres e estrangeiros, a diferença de idade entre os membros do Conselho e a presença de diferentes níveis de formação acadêmica. A escala varia de 0 a 15. Assim, quanto maior a homogeneidade do Conselho maior sua passividade com relação ao poder do CEO. O Quadro 8 apresenta o índice de passividade do Conselho.

#	Dimensão	Razão	Proxy	Procedimento de Pontuação
1	Variabilidade de gênero	Maior variabilidade de gênero entre os membros do Conselho está associada a Conselhos menos homogêneos.	Porcentagem de mulheres no Conselho.	i. Estimar o percentual, p , de mulheres no Conselho e calcular a medida de entropia, definida por $\sum_{i=1}^2 p \log_2 p$; ii. Classificar todas as empresas em ordem crescente de acordo com a medida de entropia; iii. Estimar os percentis P25, P50, P75 e atribuir; 0 → se a empresa é classificada com percentil igual ou acima de P75; 1 → se a empresa está classificada entre P50 e P75; 2 → se a empresa está classificada entre P25 e P50; 3 → se a empresa é classificada igual ou menor que P25.
2	Variabilidade de idade	Maior variabilidade de idade entre os membros do Conselho deve ser associada com Conselhos menos homogêneos.	Desvio-padrão da idade entre os membros do Conselho.	i. Calcular o desvio-padrão da idade dos conselheiros e classificar todas as empresas por ordem decrescente de acordo com o desvio-padrão da idade dos membros do Conselho;

				<p>ii. Estimar os percentis P25, P50, P75 e, e atribuir:</p> <p>0 → se a empresa é classificada com percentil igual ou acima de P75;</p> <p>1 → se a empresa está classificada entre P50 e P75;</p> <p>2 → se a empresa está classificada entre P25 e P50;</p> <p>3 → se a empresa é classificada igual ou menor que P25.</p>
3	Variabilidade Cultural	<p>Maior variabilidade de cultural entre os membros do Conselho deve ser associada com Conselhos mais heterogêneos, com visões variadas sobre questões estratégicas.</p>	<p>Porcentagem de estrangeiros no Conselho.</p>	<p>i. Estimar o percentual, p, de estrangeiros no Conselho e calcular a medida de entropia, definida por $\sum_{i=1}^2 p \log_2 p$;</p> <p>ii. Classificar todas as empresas em ordem crescente de acordo com a medida de entropia;</p> <p>iii. Estimar os percentis P25, P50, P75 e atribuir:</p> <p>0 → se a empresa é classificada acima P75;</p> <p>1 → se a empresa está classificada entre P50 e P75;</p> <p>2 → se a empresa está classificada entre P25 e P50;</p> <p>3 → se a empresa está classificada em P25.</p>
4	Média de mandato da diretoria	<p>Membros do Conselho que aderiram ao Conselho há muito tempo atrás podem ser mais propensos a desenvolver uma "mentalidade de clube", reforçando seus pontos de vista e evitando a confrontação.</p>	<p>Média de mandato dos membros do Conselho. O prazo é calculado como o número de anos desde primeira nomeação do</p>	<p>i. Calcular o número médio de anos de mandato dos conselheiros e classificar todas as empresas em ordem decrescente;</p> <p>ii. Estimar os percentis P25, P50, P75 e atribuir:</p> <p>0 → se a empresa é classificada igual ou inferior a P25;</p> <p>1 → se a empresa está classificada entre P25 e P50;</p>

			diretor para o Conselho.	2 → se a empresa está classificada entre P50 e P75; 3 → se a empresa é classificada igual ou acima de P75.
5	Variabilidade de formação acadêmica	Maior variabilidade de formação acadêmica entre os membros do Conselho deve ser associada a um Conselho menos homogêneo.	Classificação dos membros do Conselho em quatro formações acadêmicas: 1. De negócios (finanças, economia, contabilidade, etc); 2. Engenharia / Técnico; 3. Legal / Advogados; 4. Outros.	Com base na classificação da formação acadêmica de cada membro do Conselho, atribuir: 0 → se as quatro formações acadêmicas estão presentes no Conselho; 1 → se três formações acadêmicas estão presentes no Conselho; 2 → se duas formações acadêmicas estão presentes no Conselho; 3 → se todos os membros do Conselho têm a mesma formação.

Quadro 6: Índice de homogeneidade do Conselho (*iHomogeneidadeConselho*), conforme Silveira e Barros. (2011b).

3.4.3 Variáveis de Controle

As variáveis de controle serão adicionadas com o intuito de isolar o seu efeito sobre a variável dependente. Com base na literatura nacional e internacional, no que se refere aos determinantes da acurácia dos analistas, serão utilizadas as seguintes variáveis de controle:

- Cobertura dos analistas (QANALISTA): número de analistas que acompanham a empresa i no período t . Existem evidências significativas de que quanto maior o número de analistas que acompanham uma empresa, maior é a acurácia (MARTINEZ, 2004; DURU e REEB, 2002; DALMÁCIO, 2009).

- Volatilidade dos Resultados (DVPRESULT): desvio-padrão do lucro por ação reportado pela Economática®, referente ao período de três anos anteriores, escalonada pelo

preço da ação da empresa i no período t (fechamento do ano de 2009). Há evidências que a volatilidade dos resultados está negativamente relacionada com a acurácia das previsões (BYARD *et al.*, 2006; BHAT *et al.*, 2006; DALMÁCIO, 2009).

- Tamanho (TAM): logaritmo do valor de mercado da empresa como *proxy* para tamanho. Evidências demonstram que quanto maior o valor da empresa, maior é a acurácia (MARTINEZ, 2004; CHIANG e CHIA, 2005; BHAT *et al.*, 2006; DALMÁCIO, 2009).

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

- *Price-to-book* (PTB): relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa no período i no tempo t . De acordo com a literatura, as evidências mostram que quanto maior o *price-to-book*, maior a acurácia (MARTINEZ, 2004; DALMÁCIO, 2009).

$$PTB_{i,j} = \frac{VM_{i,j}}{VP_{i,j}}$$

- Resultado (DRESULT): variável binária (*dummy*) que representa o resultado da empresa no ano fiscal anterior (lucro ou prejuízo). Assim, a variável assume 1 (um) quando o resultado for prejuízo e 0 (zero) quando o resultado é lucro. De acordo com a literatura, existem evidências de que resultados negativos (prejuízo) levam a uma acurácia menor dos resultados (MARTINEZ, 2004; BYARD *et al.*, 2006; BHAT *et al.*, 2006; DALMÁCIO, 2009).

- Controle de Propriedade (DCONTROLE): compreende cinco variáveis binárias (*dummies*) relativas à Controle Familiar, Controle Estatal, Controle Estrangeiro, Controle Compartilhado (Bancos Privados, Fundos de Pensão ou Investidores Institucionais) e Controle Pulverizado (maior acionista com menos de 10% das ações com direito a voto) (SILVEIRA e BARROS, 2011b).

- Setor de Atividades (DSETOR): representado por variáveis binárias (*dummies*), que assumem 1 (um) quando a empresa pertence a determinado setor e 0 (zero) quando a

empresa pertence a outros setores (MARTINEZ, 2004; BHAT *et al.*, 2006; BYARD *et al.*, 2006; DALMÁCIO, 2009).

O quadro 9 apresenta um resumo das variáveis de controle que podem influenciar a acurácia das previsões do consenso dos analistas, de acordo com a literatura nacional e internacional.

Variável de Controle	Fatores de influência	Especificações	Expectativas	Evidências
QANALISTA	Cobertura dos analistas para a empresa	Números de analistas para a empresa no período analisado	Quanto maior, maior a acurácia	Martinez (2004); Duru e Reeb (2002); Dalmácio (2009)
DVPRESULT	Volatilidade dos resultados	Desvio-padrão dos lucros por ação dos últimos 3 anos escalonados pelo preço da ação (fechamento do ano de 2009).	Quanto maior, menor a acurácia	Byard <i>et al.</i> (2006); Bhat <i>et al.</i> (2006); Dalmácio (2009)
TAM	Tamanho da empresa	Logaritmo do valor de mercado (fechamento do ano de 2009).	Quanto maior, maior acurácia	Martinez (2004); Chiang e Chia (2005); Bhat <i>et al.</i> (2006); Dalmácio (2009).
PTB	<i>Price-to-book</i>	Valor de mercado/Valor patrimonial	Quanto maior, maior a acurácia	Martinez (2004); Dalmácio (2009).
DRESULT	Resultado (lucro/prejuízo)	Dummy –Prejuízo 1 – Lucro 0	Prejuízo, menor acurácia	Martinez (2004); Byard <i>et al.</i> (2006); Bhat <i>et al.</i> (2006); Dalmácio (2009).
DCONTROLE	Controle de Propriedade	Dummies: Controle Familiar, Controle Estatal, Controle Estrangeiro, Controle Compartilhado	Adicionadas para isolar os efeitos sobre a variável dependente (iConPoder)	Silveira e Barros (2011b)

		e Controle Pulverizado.		
DSETOR	Setor de atividade	Dummies: setor de atividade da empresa	-	Martinez (2004); Bhat <i>et al.</i> (2006); Byard <i>et al.</i> (2006); Dalmácio (2009).

Quadro 7: Resumo das variáveis de controle

3.5 Modelo

O objetivo principal da pesquisa é investigar a relação entre concentração de poder nas empresas brasileiras e acurácia das previsões de consenso dos analistas. Para isso, será utilizada uma regressão linear utilizando dados em corte transversal.

O modelo geral apresentado é baseado em uma relação linear entre as variáveis. Assim, a relação entre a concentração de poder e a acurácia das previsões do consenso dos analistas será expressa da seguinte maneira:

$$APCA = f(\text{Concentração de Poder}, \text{Variáveis de Controle})$$

O modelo geral utilizado para verificar e analisar essa relação é apresentado a seguir:

$$APCA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 iCON_PODER_{i,t} + \beta_2 QANALISTA_{i,t} + \beta_3 DVPRESULT_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 PTB_{i,t} + \beta_6 DRESULT_{i,t} + \sum_{j=1}^5 \delta_j DCONTROLE_{j,i,t} + \sum_{k=1}^{18} \gamma_k DSETOR_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$APCA_{i,t}$: acurácia da previsão do consenso dos analistas para empresa i no período t.

$iCON_PODER_{i,t}$: variável independente que representa o nível de concentração de poder nas empresas brasileiras de capital aberta listadas na BM&FBOVESPA.

$QANALISTA_{i,t}$: variável de controle que representa o número de analistas que emitiram estimativas para a empresa i no período t.

$DVPRESULT_{i,t}$: variável de controle que representa a volatilidade dos resultados (lucro por ação) nos últimos quatro anos.

$TAM_{i,t}$: variável de controle que representa o tamanho da empresa (logaritmo do valor de mercado) da empresa i no período t .

$PTB_{i,t}$: variável de controle que representa a *price-to-book* para a empresa i no período t .

$DRESULT_{i,t}$: variável de controle que representa o lucro/prejuízo da empresa i no período t .

$DCONTROLE_{j,i,t}$: variáveis *dummies* relativas ao controle de propriedade.

$DSETOR_{k,i,t}$: variáveis *dummies* relativas ao setor de atividade.

$\varepsilon_{i,t}$: erro aleatório para a empresa i no período t .

3.5.1 Modelo APCA

Os modelos APCA_3 (previsões realizadas 3 meses antes do final do ano fiscal), APCA_6 (previsões realizadas 6 meses antes do final do ano fiscal), APCA_9 (previsões realizadas 9 meses antes do final do ano fiscal) e APCA_12 (previsões realizadas 12 meses antes do final do ano fiscal) são mensurados de acordo com a literatura internacional (LANG e LUNDHOLM, 1996; DURU e REEB, 2002; HOPE, 2003) e o índice de concentração de poder nas empresas brasileiras é mensurado de acordo com Silveira e Barros (2011b). Assim, os modelos são expressos da seguinte forma:

$$APCA_3_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 iCON_PODER_{i,t} + \beta_2 QANALISTA_{i,t} + \beta_3 DVPRESULT_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 PTB_{i,t} + \beta_6 DRESULT_{i,t} + \sum_{j=1}^5 \delta_j DCONTROLE_{j,i,t} + \sum_{k=1}^{18} \gamma_k DSETOR_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$APCA_6_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 iCON_PODER_{i,t} + \beta_2 QANALISTA_{i,t} + \beta_3 DVPRESULT_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 PTB_{i,t} + \beta_6 DRESULT_{i,t} + \sum_{j=1}^5 \delta_j DCONTROLE_{j,i,t} + \sum_{k=1}^{18} \gamma_k DSETOR_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$APCA_9_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 iCON_PODER_{i,t} + \beta_2 QANALISTA_{i,t} + \beta_3 DVPRESULT_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 PTB_{i,t} + \beta_6 DRESULT_{i,t} + \sum_{j=1}^5 \delta_j DCONTROLE_{j,i,t} + \sum_{k=1}^{18} \gamma_k DSETOR_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$APCA_12_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 iCON_PODER_{i,t} + \beta_2 QANALISTA_{i,t} + \beta_3 DVPRESULT_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 PTB_{i,t} + \beta_6 DRESULT_{i,t} + \sum_{j=1}^5 \delta_j DCONTROLE_{j,i,t} + \sum_{k=1}^{18} \gamma_k DSETOR_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

4 RESULTADOS E ANÁLISES

O objetivo principal deste estudo é investigar a relação entre a concentração de poder nas companhias brasileiras de capital aberto e a acurácia das previsões dos analistas do mercado de capitais. Para tanto, neste capítulo, encontram-se a estatística descritiva dos índices de concentração de poder, das variáveis do modelo e a apresentação e análise dos resultados dos modelos e teste da hipótese.

4.1 Estatística Descritiva

Primeiramente, de acordo com Silveira e Barros (2011b), identifica-se o principal líder corporativo das 107 empresas de capital aberto brasileiras. De acordo com a amostra, 56,1% das companhias brasileiras apresentam o *Chairman* como principal líder corporativo corroborando os resultados apresentados por Silveira e Barros (2011b) para as empresas francesas. O CEO é o principal líder corporativo em 23,3% das empresas e em 20,6% delas o CEO e o *Chairman* são a mesma pessoa.

Em seguida, conforme Silveira e Barros (2011b) tem-se a construção do índice de Poder Individual (iPoderIndividual) baseado no principal líder corporativo. O Quadro 10 apresenta a estatística descritiva para o índice considerando as 12 questões que o compõe.

Questão	% de Sim
1. As posições de <i>Chairman</i> e CEO são ocupadas pela mesma pessoa?	20,6%
2. O Líder Corporativo é um membro do Conselho de Administração?	68,2%
3. O CEO é o único executivo no Conselho de Administração?	23,4%
4. O Líder Corporativo é um fundador ou parente do fundador da empresa?	47,7%
5. O Líder Corporativo detém mais do que 10% das ações com direito a voto?	56,1%
6. As posições de <i>Chairman</i> e CEO são ocupadas pela mesma pessoa por mais de 10 anos?	39,3%
7. A empresa obteve um retorno sobre ativos (ROA) superior à média da indústria nos últimos três anos?	56,1%
8. O <i>Chairman</i> é um ex-CEO da empresa?	32,7%

9. A relação entre a remuneração dos CEOs e as compensações pagas a outros executivos de alto escalão é acima da mediana da amostra?*	27,1%
10. O Líder Corporativo é membro de três ou mais conselhos de administração de outras empresas privadas?	33,6%
11. O Líder Corporativo é membro de três ou mais conselhos de administração de empresas sem fins lucrativos?	33,6%
12. O <i>Chairman</i> ou CEO são graduados em universidade renomada?	69,2%

Quadro 8: Índice de Poder Individual: estatística descritiva

Baseado no poder individual do principal líder corporativo, a Questão 1 sugere que as empresas procuram evitar o acúmulo de funções de *Chairman* e CEO pela mesma pessoa: 20,6% das companhias da amostra apresentam a mesma pessoa ocupando as duas principais funções corporativas. Vale destacar, que em 68,2% das empresas brasileiras o principal líder corporativo também é membro do Conselho. Além disso, em 47,7% dos casos o principal líder corporativo é um fundador ou parente de fundador denotando a forte presença de controle familiar nas organizações. Em 56,1% dos casos, o líder corporativo possui individualmente mais do que 10% das ações da companhia. Finalmente, a Questão 12 sugere a importância da formação acadêmica em universidades consideradas de elite para as duas principais funções das corporações brasileiras, corroborando os resultados de Silveira e Barros (2011b).

Em seguida, conforme Silveira e Barros (2011b) segue (Quadros 11 e 12) a estatística descritiva relativa ao funcionamento e composição do Conselho de Administração: Índice de Passividade do Conselho (*iPassividadeConselho*) e Índice de Homogeneidade do Conselho (*iHomogeneidadeConselho*).

Estatística Descritiva	Média	Mediana	Mínimo	P25 (Percentil 25)	P75 (Percentil 75)	Máximo	Desvio- Padrão
% de ocupação dos membros do Conselho	31,4%	28,6%	0,0%	10,8%	50,0%	100,0%	24,9%

% de membros do Conselho atuando como CEOs de outras companhias	16,5%	14,3%	0,0%	0,0%	25,0%	77,8%	16,5%
% de membros do Conselho independentes	20,6%	16,7%	0,0%	0,0%	34,4%	83,3%	20,1%
Número de reuniões do Conselho por ano	7,2	6,0	1,0	4,0	10,0	21,0	3,9
Número de comitês no Conselho	0,9	0,0	0,0	0,0	2,0	6,0	1,3

Quadro 9: Índice de Passividade do Conselho: estatística descritiva

De acordo com o Quadro 11, os Conselhos das empresas brasileiras realizam em média 7,2 reuniões por ano e possuem até seis comitês. Em média 31,4 % dos membros do Conselho atuam como conselheiros em cinco ou mais diferentes companhias. Além disso, 16,5% dos membros do Conselho atuam como CEOs de outras companhias e 20,6% são considerados independentes.

Estatística Descritiva	Média	Mediana	Mínimo	P25 (Percentil 25)	P75 (Percentil 75)	Máximo	Desvio-Padrão
% de mulheres no Conselho	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%	12,5%	60,0%	11,6%
% de estrangeiros no Conselho	10,7%	0,0%	0,0%	0,0%	14,3%	100,0%	20,1%
Desvio-padrão da idade dos membros do Conselho	10,6	10,4	3,5	7,8	12,7	21,6	3,6
Média do mandato dos membros do Conselho	4,6	3,0	0,0	2,0	6,1	22,6	4,1

Número de diferentes tipos de formação acadêmica para os membros do Conselho	2,6	3,0	1,0	2,0	3,0	4,0	0,8
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Quadro 10: Índice de homogeneidade do Conselho: estatística descritiva

O Quadro 12 oferece uma visão detalhada da composição do Conselho. As mulheres são raras nos Conselhos das companhias brasileiras. O percentual de estrangeiros é pequeno. A variação média de idade dos membros do conselho é 10,6 anos e a idade média é de 57 anos. Em média o mandato dos membros do Conselho é de 4,6 anos. Além disso, cada Conselho possui em média quatro tipos diferentes de formação acadêmica.

Baseado nos Quadros 10, 11 e 12, conforme Silveira e Barros (2011b), a partir dos três principais índices têm-se a medida do grau de concentração de poder: Índice de Poder Individual (iPoderIndividual), Índice de Passividade do Conselho (iPassividadeConselho) e Índice de Homogeneidade do Conselho (iHomogeneidadeConselho). Finalmente, constrói-se o Índice de Concentração de Poder (iCON_PODER) numa escala que varia de 0 a 100. O Quadro 13 apresenta um resumo da estatística descritiva de todos os índices.

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
iPoderIndividual (Índice de Poder Individual)	6,97196	7,00000	1,00000	14,0000	3,47079
iPassividadeConselho (Índice de Passividade do Conselho)	7,63017	7,85714	2,14286	14,2857	2,63196
iHomogeneidadeConselho (Índice de Homogeneidade do Conselho)	7,73031	7,85714	2,85714	13,5714	2,49144
iCON_PODER	48,8407	48,8095	20,9524	79,2857	14,8286

(Índice de Concentração de Poder)					
-----------------------------------	--	--	--	--	--

Quadro 11: Resumo do Índice de Concentração de Poder

O Quadro 14 apresenta uma descrição detalhada baseada no controle de propriedade das companhias brasileiras: Controle Familiar, Controle Estatal, Controle Estrangeiro, Controle Compartilhado e Controle Pulverizado.

Controle de Propriedade	%
Controle Familiar	37,4%
Controle Estatal	7,5%
Controle Estrangeiro	10,3%
Controle Compartilhado	36,4%
Controle Pulverizado	8,4%

Quadro 12: Controle de propriedade

Conforme pode ser verificado no Quadro 14, 37,4% das empresas brasileiras que compõem a amostra são controladas por famílias e 36,4% apresenta controle compartilhado (Bancos Privados, Fundos de Pensão ou Investidores Institucionais).

O Quadro 15 apresenta a estatística descritiva das variáveis dos modelos (APCA_3, APCA_6, APCA_9, APCA_12) de acurácia das previsões de consenso dos analistas de mercado.

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
APCA_3	-0,0233181	-0,0126957	-0,167597	0,000000	0,0287100
APCA_6	-0,0324192	-0,0218323	-0,276031	0,000000	0,0395074
APCA_9	-0,0307577	-0,0203073	-0,256598	0,000000	0,0349627
APCA_12	-0,0339697	-0,0201798	-0,258539	0,000000	0,0394725
iCON_PODER	48,8407	48,8095	20,9524	79,2857	14,8286
QANALISTA (3 meses)	7,69159	7,00000	1,00000	16,0000	4,51708
QANALISTA (6 meses)	6,87850	6,00000	1,00000	15,0000	4,03221

QANALISTA (9 meses)	6,04673	5,00000	1,00000	14,0000	3,69697
QANALISTA (12 meses)	6,24528	6,00000	1,00000	14,0000	3,61429
DVPRESULT	0,0668519	0,0254961	0,000595268	1,88597	0,190577
TAM	9,66738	9,68026	8,57069	11,5404	0,577125
PTB	3,52863	2,21618	-13,4637	27,6946	5,09207
DRESULT	-	-	0,000000	1,00000	-

Quadro 13: Estatística descritiva das variáveis

Conforme disposto no Quadro 16, observa-se que a acurácia é maior para as previsões mais recentes (CLEMENT, 1999; MARTINEZ, 2004; BYARD *et al.*, 2006). Além disso, vale ressaltar que o número de analistas que segue determinada empresa aumenta conforme a proximidade da divulgação dos resultados.

4.2 Resultados da Análise de Regressão

Os modelos apresentados nesta seção (APCA_3, APCA_6, APCA_9, APCA_12) buscam verificar e analisar a influência da concentração de poder sobre a acurácia das previsões do consenso dos analistas de mercado. Nos modelos, a acurácia das previsões do consenso dos analistas é mensurada de acordo com a literatura internacional (LANG e LUNDHOLM, 1996; DURU e REEB, 2002; HOPE, 2003). A concentração de poder é medida de acordo com o Índice de Concentração de Poder (iCON_PODER) desenvolvido por Silveira e Barros (2011b).

4.2.1 Modelo APCA_3

O Quadro 16 apresenta uma regressão linear utilizando dados em corte transversal para o modelo APCA_3 estimada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros-padrão robustos à heteroscedasticidade, a partir de 107 observações. As seguintes variáveis foram excluídas em função de problemas de colinearidade: variável Controle Pulverizado e variáveis *dummies* referentes ao setor de atividades (Outros e Química).

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	-0,140267	0,0643226	-2,1807	0,03215	**
iCON_PODER	0,000579214	0,000267565	2,1648	0,03339	**
QANALISTA	0,00250267	0,0010856	2,3053	0,02374	**
DVPRESULT	0,00346769	0,0202472	0,1713	0,86445	
TAM	0,00924786	0,00787258	1,1747	0,24360	
PTB	-0,00114585	0,000819691	-1,3979	0,16600	
DRESULT	0,0017409	0,0118578	0,1468	0,88365	
Controle Familiar	-0,024134	0,00788376	-3,0612	0,00300	***
Controle Estatal	-0,0344798	0,0116968	-2,9478	0,00419	***
Controle Estrangeiro	-0,016423	0,0136212	-1,2057	0,23149	
Controle Compartilhado	-0,00775342	0,00854451	-0,9074	0,36691	
Agro e Pesca	0,0133682	0,00792446	1,6870	0,09551	*
Alimentos e Bebidas	-0,0128948	0,0153791	-0,8385	0,40427	
Comércio	0,00403704	0,00987232	0,4089	0,68369	
Construção	0,00027286	0,00954949	0,0286	0,97728	
Eletroeletrônicos	-0,00323188	0,0122614	-0,2636	0,79278	
Energia Elétrica	-0,00679256	0,00894574	-0,7593	0,44990	
Máquinas Industriais	0,0243514	0,0136463	1,7845	0,07814	*
Minação	-0,00615345	0,0137335	-0,4481	0,65532	
Papel e Celulose	-0,0114437	0,0177966	-0,6430	0,52204	
Petróleo e Gás	0,00845854	0,0126554	0,6684	0,50582	
Siderurgia e Metalurgia	-0,0247067	0,0122925	-2,0099	0,04781	**
Software e Dados	-0,00580376	0,0201428	-0,2881	0,77399	
Telecomunicações	-0,00254666	0,0161795	-0,1574	0,87533	
Têxtil	0,0217638	0,0109534	1,9869	0,05035	*
Transporte e Serviços	0,0149246	0,00935142	1,5960	0,11444	
Veículos e Peças	0,0109745	0,00941568	1,1656	0,24726	
Média var. dependente	-0,023318	D.P. var. dependente		0,028710	

Soma resíd. Quadrados	0,061007	E.P. da regressão	0,027615
R-quadrado	0,301759	R-quadrado ajustado	0,074830
F(26, 80)	1,882887	P-valor(F)	0,016886
Log da verossimilhança	247,7972	Critério de Akaike	-441,5944
Critério de Schwarz	-369,4280	Critério Hannan-Quinn	-412,3391

Quadro 14: Resultados do modelo APCA_3

O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: ***(1%), *(5%) e *(10%).

De acordo com os resultados apresentados no Quadro 16, a variável iCON_PODER apresenta coeficiente positivo (0,000579214) e significativa (5%), indicando uma relação positiva entre a concentração de poder e a acurácia das previsões do consenso dos analistas, corroborando a hipótese de que a concentração de poder torna as decisões mais conservadoras e, portanto, aumenta a acurácia dos analistas.

O resultado da estatística F apresenta valor (0,016886) e significativa (5%), rejeitando a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. Assim, ao verificar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões do consenso dos analistas do mercado brasileiro, tem-se:

- A variável QANALISTA apresenta valor positivo e significativa (5%), corroborando as evidências encontradas por Martinez (2004); Duru e Reeb (2002); Dalmácio (2009).
- A variável Controle Familiar apresenta resultado negativo e significativa (1%). De acordo com Silveira e Barros (2011b), a variável é positivamente relacionada à volatilidade dos resultados, portanto, negativamente relacionada com a acurácia das previsões.
- A variável Controle Estatal apresenta resultado negativo e significativa (1%). Conforme Silveira (2011b), a variável é positivamente relacionada à volatilidade dos resultados, portanto, negativamente relacionada com a acurácia das previsões.
- As variáveis DVPRESULT, TAM, PTB, DRESULT, Controle Estrangeiro e Controle Compartilhado não são estatisticamente significantes.

Vale ressaltar um aspecto importante relativo à variável de volatilidade dos resultados (DVPRESULT). De acordo com os resultados apresentados no Quadro 17, verifica-se o seguinte: relação negativa (-0,1367) entre as variáveis de acurácia das previsões (APCA_3) e volatilidade dos resultados (DVPRESULT) conforme Byard *et al.* (2006), Bhat *et al.* (2006) e Dalmácio (2009); relação negativa (-0,0994) entre as variáveis de concentração de poder

(iCON_PODER) e volatilidade dos resultados (DVPRESULT) corroborando Bebchuk *et al.* (2007), Cheng (2008) e Silveira e Barros (2011b).

APCA_3	iCON_PODER	DVPRESULT	
1,0000	0,0816	-0,1367	APCA_3
	1,0000	-0,0994	iCON_PODER
		1,0000	DVPRESULT

Quadro 15: Matriz de Correlação

O Quadro 18 apresenta uma regressão linear utilizando iCON_PODER como variável dependente estimada pelo método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros-padrão robustos à heteroscedasticidade. Observa-se que a variável DVPRESULT apresenta um coeficiente negativo e significativo no nível de 1%. Os resultados sugerem que a variável de concentração de poder está capturando o efeito da volatilidade dos resultados sobre a acurácia das previsões dos analistas, o que pode explicar a não significância de DVPRESULT no modelo APCA_3. O mesmo se aplica aos demais modelos (APCA_6, APCA_9 e APCA_12).

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	66,0917	18,8955	3,4978	0,00071	***
DVPRESULT	-17,2449	4,7327	-3,6438	0,00043	***
QANALISTA	-0,714223	0,290598	-2,4578	0,01575	**
TAM	-1,19275	2,03867	-0,5851	0,55986	
PTB	0,42898	0,271762	1,5785	0,11770	
DRESULT	-1,4467	5,52981	-0,2616	0,79417	
Controle Familiar	10,3247	4,6064	2,2414	0,02728	**
Controle Estatal	-13,5061	5,48673	-2,4616	0,01560	**
Controle Estrangeiro	-11,8033	5,12646	-2,3024	0,02345	**
Controle Compartilhado	-7,43564	4,86031	-1,5299	0,12930	
Média var. dependente	48,84068	D.P. var. dependente		14,82864	
Soma resíd. quadrados	11610,31	E.P. da regressão		10,94047	
R-quadrado	0,501878	R-quadrado ajustado		0,455661	
F(9, 97)	14,01669	P-valor(F)		3,25e-14	
Log da verossimilhança	-402,5713	Crítério de Akaike		825,1426	
Crítério de Schwarz	851,8709	Crítério Hannan-Quinn		835,9779	

Quadro 16: Variável dependente: iCON_PODER

O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: *** (1%), ** (5%) e * (10%).

Finalmente, os resultados do modelo APCA_3 oferecem suporte empírico à hipótese de que a concentração de poder influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas.

4.2.2 Modelo APCA_6

O Quadro 19 apresenta uma regressão linear utilizando dados em corte transversal para o modelo APCA_6 estimada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros-padrão robustos à heteroscedasticidade, a partir de 107 observações. As seguintes variáveis foram excluídas em função de problemas de colinearidade: variável Controle Pulverizado e variáveis *dummies* referentes ao setor de atividades (Outros e Química).

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	-0,21398	0,0797409	-2,6834	0,00885	***
iCON_PODER	0,000858787	0,00035078	2,4482	0,01654	**
QANALISTA	0,00370916	0,00157145	2,3603	0,02069	**
DVPRESULT	0,0026092	0,0297405	0,0877	0,93031	
TAM	0,014083	0,0104336	1,3498	0,18090	
PTB	-0,000761524	0,00111849	-0,6808	0,49793	
DRESULT	-0,000578417	0,0184342	-0,0314	0,97505	
Controle Familiar	-0,0303345	0,00978935	-3,0987	0,00268	***
Controle Estatal	-0,0209304	0,0131076	-1,5968	0,11425	
Controle Estrangeiro	-0,0145631	0,0190761	-0,7634	0,44746	
Controle Compartilhado	-0,0117884	0,0127846	-0,9221	0,35926	
Agro e Pesca	0,019601	0,00919073	2,1327	0,03602	**
Alimentos e Bebidas	-0,0125357	0,0197993	-0,6331	0,52845	
Comércio	0,00863707	0,0118293	0,7301	0,46743	
Construção	-0,00213232	0,0134156	-0,1589	0,87411	
Eletroeletrônicos	-0,00842371	0,020535	-0,4102	0,68275	
Energia Elétrica	-0,0152012	0,0118103	-1,2871	0,20177	
Máquinas Industriais	0,0307183	0,0144818	2,1212	0,03700	**

Mineração	-0,00842236	0,0201115	-0,4188	0,67650	
Papel e Celulose	0,00473779	0,0172309	0,2750	0,78406	
Petróleo e Gás	0,00292173	0,0164662	0,1774	0,85961	
Siderurgia e Metalurgia	-0,0421854	0,0199398	-2,1156	0,03749	**
Software e Dados	-0,00808388	0,0190899	-0,4235	0,67309	
Telecomunicações	0,00671498	0,0213673	0,3143	0,75414	
Têxtil	0,0311336	0,0169603	1,8357	0,07012	*
Transporte e Serviços	0,0174681	0,013902	1,2565	0,21259	
Veículos e Peças	0,0114615	0,0141807	0,8082	0,42135	
Média var. dependente	-0,032419	D.P. var. dependente		0,039507	
Soma resíd. quadrados	0,118330	E.P. da regressão		0,038459	
R-quadrado	0,284791	R-quadrado ajustado		0,052348	
F(26, 80)	3,774295	P-valor(F)		2,60e-06	
Log da verossimilhança	212,3538	Critério de Akaike		-370,7076	
Critério de Schwarz	-298,5412	Critério Hannan-Quinn		-341,4523	

Quadro 17: Resultados do modelo APCA_6

*O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: ***(1%), **(5%) e *(10%).*

De acordo com os resultados apresentados no Quadro 19, a variável *iCON_PODER* apresenta coeficiente positivo (0,000858787) e significante (5%), indicando uma relação positiva entre a concentração de poder e a acurácia das previsões do consenso dos analistas, corroborando a hipótese de que a concentração de poder torna as decisões mais conservadoras e, portanto, aumenta a acurácia dos analistas.

O resultado da estatística F apresenta valor (2,60e-06) e significante (1%), rejeitando a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. Assim, ao verificar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões do consenso dos analistas do mercado brasileiro, tem-se:

- A variável *QANALISTA* apresenta coeficiente positivo e significante (5%), conforme evidências encontradas por Martinez (2004); Duru e Reeb (2002); Dalmácio (2009).
- A variável *Controle Familiar* apresenta resultado negativo e significante (1%). De acordo com Silveira e Barros (2011b), a variável é positivamente relacionada à volatilidade dos resultados, portanto, negativamente relacionada com a acurácia das previsões.

- As variáveis DVPRESULT, TAM, PTB, DRESULT, Controle Estatal, Controle Estrangeiro e Controle Compartilhado não são estatisticamente significantes.

Finalmente, os resultados do modelo APCA_6 oferecem suporte empírico à hipótese de que a concentração de poder influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas.

4.2.3 Modelo APCA_9

O Quadro 20 apresenta uma regressão linear utilizando dados em corte transversal para o modelo APCA_9 estimada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros-padrão robustos à heteroscedasticidade, a partir de 107 observações. As seguintes variáveis foram excluídas em função de problemas de colinearidade: variável Controle Pulverizado e variáveis *dummies* referentes ao setor de atividades (Outros e Química).

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	-0,175399	0,064071	-2,7376	0,00763	***
iCON_PODER	0,000698595	0,000306469	2,2795	0,02530	**
QANALISTA	0,00143444	0,00110336	1,3001	0,19731	
DVPRESULT	-0,00511089	0,0281403	-0,1816	0,85634	
TAM	0,0129022	0,00773398	1,6682	0,09918	*
PTB	-5,89237e-05	0,00115951	-0,0508	0,95960	
DRESULT	0,00326408	0,0177045	0,1844	0,85419	
Controle Familiar	-0,0329543	0,00898131	-3,6692	0,00044	***
Controle Estatal	-0,0183641	0,0141767	-1,2954	0,19892	
Controle Estrangeiro	-0,0277835	0,0185219	-1,5000	0,13754	
Controle Compartilhado	-0,0212564	0,0128418	-1,6553	0,10179	
Agro e Pesca	0,0201918	0,00771411	2,6175	0,01059	**
Alimentos e Bebidas	-0,0104173	0,0163168	-0,6384	0,52501	
Comércio	0,00920843	0,00987055	0,9329	0,35367	
Construção	-0,00153231	0,0120434	-0,1272	0,89908	

Eletroeletrônicos	-0,00705126	0,0179088	-0,3937	0,69483
Energia Elétrica	0,00327616	0,0134942	0,2428	0,80879
Máquinas Industriais	0,0268881	0,0150189	1,7903	0,07719 *
Mineração	0,00681861	0,0223325	0,3053	0,76091
Papel e Celulose	-0,0096313	0,0214357	-0,4493	0,65442
Petróleo e Gás	0,00565569	0,0140581	0,4023	0,68853
Siderurgia e Metalurgia	-0,0250097	0,0175135	-1,4280	0,15718
Software e Dados	-0,014065	0,0202529	-0,6945	0,48940
Telecomunicações	0,0252389	0,0200711	1,2575	0,21224
Têxtil	0,012227	0,0142851	0,8559	0,39460
Transporte e Serviços	0,0118931	0,0131307	0,9057	0,36779
Veículos e Peças	-0,00590413	0,0178592	-0,3306	0,74182
Média var. dependente	-0,030758	D.P. var. dependente		0,034963
Soma resíd. quadrados	0,103490	E.P. da regressão		0,035967
R-quadrado	0,201305	R-quadrado ajustado		-0,058271
F(26, 80)	2,733944	P-valor(F)		0,000319
Log da verossimilhança	219,5231	Critério de Akaike		-385,0463
Critério de Schwarz	-312,8799	Critério Hannan-Quinn		-355,7910

Quadro 18: Resultados do modelo APCA_9

*O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: ***(1%), **(5%) e *(10%).*

De acordo com os resultados apresentados no Quadro 20, a variável *iCON_PODER* apresenta coeficiente positivo (0,000698595) e significativa (5%), indicando uma relação positiva entre a concentração de poder e a acurácia das previsões do consenso dos analistas, corroborando a hipótese de que a concentração de poder torna as decisões mais conservadoras e, portanto, aumenta a acurácia dos analistas.

O resultado da estatística F apresenta valor (0,000319) e significativa (1%), rejeitando a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. Assim, ao verificar o impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões do consenso dos analistas do mercado brasileiro, tem-se:

- A variável TAM apresenta coeficiente positivo e significativa (5%), conforme evidências de Martinez (2004); Chiang e Chia (2005); Bhat *et al.* (2006) e Dalmácio (2009).

- A variável Controle Familiar apresenta resultado negativo e significativo (1%). De acordo com Silveira e Barros (2011b), a variável é positivamente relacionada à volatilidade dos resultados, portanto, negativamente relacionada com a acurácia das previsões.
- As variáveis QANALISTA, DVPRESULT, PTB, DRESULT, Controle Estatal, Controle Estrangeiro e Controle Compartilhado não são estatisticamente significantes.

Finalmente, os resultados do modelo APCA_9 oferecem suporte empírico à hipótese de que a concentração de poder influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas.

4.2.4 Modelo APCA_12

O Quadro 21 apresenta uma regressão linear utilizando dados em corte transversal para o modelo APCA_9 estimada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros-padrão robustos à heteroscedasticidade, a partir de 107 observações. As seguintes variáveis foram excluídas em função de problemas de colinearidade: variável Controle Pulverizado e variáveis *dummies* referentes ao setor de atividades (Outros e Química).

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	-0,199683	0,0841694	-2,3724	0,02011	**
iCON_PODER	0,00100237	0,000417238	2,4024	0,01863	**
QANALISTA	0,00161	0,0017663	0,9115	0,36480	
DVPRESULT	0,00427916	0,028768	0,1487	0,88213	
TAM	0,0130269	0,00948001	1,3741	0,17328	
PTB	0,000127114	0,00130041	0,0977	0,92238	
DRESULT	0,000334156	0,019834	0,0168	0,98660	
Controle Familiar	-0,0370257	0,0114218	-3,2417	0,00174	***
Controle Estatal	0,00112468	0,0138169	0,0814	0,93533	
Controle Estrangeiro	-0,022909	0,0200452	-1,1429	0,25655	
Controle Compartilhado	-0,0176402	0,0144863	-1,2177	0,22696	
Agro e Pesca	0,0263769	0,0113051	2,3332	0,02218	**

Alimentos e Bebidas	-0,00522661	0,0170841	-0,3059	0,76046	
Comércio	0,00837888	0,0126191	0,6640	0,50863	
Construção	-0,00072762	0,0155875	-0,0467	0,96289	
Eletroeletrônicos	-0,0043806	0,0194338	-0,2254	0,82224	
Energia Elétrica	0,00228587	0,0150038	0,1524	0,87930	
Máquinas Industriais	0,0248907	0,0130814	1,9027	0,06072	*
Mineração	0,0115569	0,0290922	0,3973	0,69225	
Papel e Celulose	-0,0101498	0,0273398	-0,3712	0,71145	
Petróleo e Gás	0,00506029	0,0155009	0,3265	0,74495	
Siderurgia e Metalurgia	-0,0315473	0,0253197	-1,2460	0,21646	
Software e Dados	-0,0117524	0,0217773	-0,5397	0,59095	
Telecomunicações	0,0315294	0,0211175	1,4930	0,13941	
Têxtil	0,0311664	0,0193046	1,6145	0,11042	
Transporte e Serviços	0,0132906	0,0156685	0,8482	0,39887	
Veículos e Peças	-0,02127	0,0270628	-0,7860	0,43425	
Média var. dependente	-0,034044	D.P. var. dependente		0,039652	
Soma resíd. quadrados	0,129979	E.P. da regressão		0,040562	
R-quadrado	0,212698	R-quadrado ajustado		-0,046414	
F(26, 79)	2,126161	P-valor(F)		0,005653	
Log da verossimilhança	204,8953	Critério de Akaike		-355,7905	
Critério de Schwarz	-283,8777	Critério Hannan-Quinn		-326,6438	

Quadro 19: Resultados do modelo APCA_12

*O asterisco indica o nível de significância do coeficiente: ***(1%), **(5%) e *(10%).*

De acordo com os resultados apresentados no Quadro 21, a variável *iCON_PODER* apresenta coeficiente positivo (0,00100237) e significativa (5%), indicando uma relação positiva entre a concentração de poder e a acurácia das previsões do consenso dos analistas, corroborando a hipótese de que a concentração de poder torna as decisões mais conservadoras e, portanto, aumenta a acurácia dos analistas.

O resultado da estatística F apresenta valor (0,005653) e significativa (1%), rejeitando a hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. Assim, ao verificar o

impacto das variáveis de controle na acurácia das previsões do consenso dos analistas do mercado brasileiro, tem-se:

- A variável Controle Familiar apresenta resultado negativo e significativo (1%). De acordo com Silveira e Barros (2011b), a variável é positivamente relacionada à volatilidade dos resultados, portanto, negativamente relacionada com a acurácia das previsões.
- As variáveis QANALISTA, DVRESULT, TAM, PTB, DRESULT, Controle Estatal, Controle Estrangeiro e Controle Compartilhado não são estatisticamente significantes.

Finalmente, os resultados do modelo APCA_12 oferecem suporte empírico à hipótese de que a concentração de poder influencia positivamente a acurácia das previsões do consenso dos analistas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal deste trabalho é investigar a relação entre a concentração de poder nas companhias brasileiras de capital aberto e a acurácia das previsões dos analistas de mercado de capitais. A principal contribuição desta pesquisa é possibilitar uma visão inovadora através do estudo dessa relação. A acurácia das previsões é mensurada de acordo com a literatura internacional (LANG e LUNDHOLM, 1996; DURU e REEB, 2002; HOPE, 2003) e a concentração de poder é medida de acordo com o índice de concentração de poder (iCON_PODER) de Silveira e Barros (2011b). Para isso, são consideradas 107 empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA.

A acurácia das previsões dos analistas é definida considerando-se as previsões realizadas nos períodos de 3, 6, 9 e 12 meses anteriores ao final do ano fiscal de 2010. Para isso, são considerados os seguintes modelos de acurácia: APCA_3 (previsões realizadas 3 meses antes do final do ano fiscal), APCA_6 (previsões realizadas 6 meses antes do final do ano fiscal), APCA_9 (previsões realizadas 9 meses antes do final do ano fiscal) e APCA_12 (previsões realizadas 12 meses antes do final do ano fiscal).

Como *proxy* para a concentração de poder utiliza-se o modelo construído por Silveira e Barros (2011b). O modelo considera o poder individual do principal líder corporativo (iPoderIndividual), Homogeneidade (iHomogeneidadeConselho) e a Passividade (iPassividadeConselho) do Conselho de Administração.

Um aspecto importante na relação entre concentração de poder e acurácia das previsões refere-se a volatilidade dos resultados. De acordo com Byard *et al.* (2006), Bhat *et al.* (2006) e Dalmácio (2009) a volatilidade dos resultados é uma variável negativamente associada à acurácia das previsões dos analistas. Assim, a partir dos argumentos teóricos e das evidências empíricas, tanto uma relação positiva quanto negativa entre concentração de poder e acurácia das previsões são plausíveis. As empresas com elevado grau de concentração de poder apresentam menor volatilidade dos resultados (BEBCHUK *et al.*, 2007; CHENG, 2008; SILVEIRA e BARROS, 2011b). De acordo com Adams *et al.* (2005) empresas com elevado grau de concentração de poder apresentam maior volatilidade dos resultados.

Primeiramente, destacam-se alguns aspectos relativos à concentração de poder nas corporações brasileiras: poder individual, passividade e homogeneidade do Conselho. No que se refere ao principal líder corporativo 68,2% também são membros do Conselho, 47,7% são fundadores ou parentes de fundadores e 56,1% possuem mais do que 10% do total de ações da companhia. Os Conselhos realizam até 7,2 reuniões por ano e possuem até seis comitês, 31,4% dos membros atuam em cinco ou mais companhias, 16,5% dos membros atuam como *CEOs* de outras companhias e 20,6% são considerados independentes. Além disso, as mulheres são raras no Conselho e o número de estrangeiros é pequeno. Vale ressaltar, que 37,4% das companhias apresentam controle familiar e 36,4% possui controle compartilhado (Bancos Privados, Fundos de Pensão e Investidores Institucionais).

Em seguida, foi testada a relação entre a concentração de poder e a acurácia das previsões dos analistas, considerando-se os modelos APCA_3, APCA_6, APCA_9 e APCA_12. Todos os modelos apresentaram resultados significantes no nível de 5% corroborando as evidências empíricas sobre a relação positiva entre a concentração de poder e a acurácia das previsões dos analistas. Além disso, outras variáveis independentes merecem destaque: a variável Controle Familiar apresentou resultado negativo e significativo no nível de 1% para todos os modelos; a variável QANALISTA apresentou valor positivo e significativo no nível de 5% para os modelos APCA_3 e APCA_6; a variável Controle Estatal apresentou valor negativo e significativo no nível de 1% para o modelo APCA_3; a variável TAM apresentou valor positivo e significativo no nível de 10% para o modelo APCA_9.

Vale destacar, que a idade das previsões é fator fundamental para explicar a relação entre as variáveis, pois quanto maior o horizonte de tempo analisado maior a influência da concentração de poder sobre a acurácia das previsões dos analistas.

As evidências encontradas propõem que a existência de um líder corporativo poderoso nas corporações brasileiras influencia de maneira positiva a acurácia das previsões dos analistas, o que pode sugerir maior conservadorismo dos líderes corporativos (SILVEIRA e BARROS, 2011b). Este resultado se mantém mesmo quando são incluídas como variáveis de controle *proxies* tradicionais para o risco do negócio, a exemplo do desvio-padrão histórico dos lucros. Assim, os resultados apontam duas razões que podem levar os líderes corporativos poderosos a serem mais conservadores do que os demais líderes:

- O líder corporativo é um grande acionista (SILVEIRA e BARROS, 2011b). Em 56,1% das empresas da amostra o principal líder corporativo possui mais do que 10% das ações da companhia.

- São orientados à sobrevivência da empresa devido a compromissos com outras partes interessadas (fundadores ou parentes de fundadores) (SILVEIRA e BARROS, 2011b). Em 47,7% das empresas da amostra o principal líder corporativo é um fundador ou está ligado à família fundadora.

Em síntese o estudo mostrou a partir de uma amostra de 107 corporações de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 que a acurácia das previsões está positivamente associada à concentração de poder. Os resultados são consistentes com a hipótese de que empresas com líderes corporativos poderosos são mais conservadoras assumindo menor nível de risco e, portanto, favorecem a acurácia dos analistas do mercado de capitais.

Sugere-se para os próximos estudos:

- A utilização de painel de dados para verificar o efeito concentração de poder sobre a acurácia das previsões ao longo do tempo.

- O estudo aprofundado da relação entre concentração de poder e acurácia das previsões sob a perspectiva da Teoria da Agência, considerando-se aspectos de Propriedade e Controle.

- Utilizar outras *proxies* para a concentração de poder e sua influência sobre a acurácia das previsões dos analistas.

- Investigar o impacto da concentração de poder sobre as recomendações dos analistas de mercado de capitais (compra, venda e manutenção), visando identificar o efeito gerado pelo possível conservadorismo dos líderes corporativos poderosos.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABARBANELL, J.; LEHAVY, R. An explanation for why prior stock returns and analysts' earnings forecast revisions predict earnings management and forecast errors. **Working Paper**, 2003. Disponível em: <<http://webuser.bus.umich.edu/rlehavy/ALBiasExplanation05-23-03.pdf>> Acesso em: 18 out. 2011.

ADAMS, R.; FERREIRA, D. Moderation in groups: evidence from betting on ice break-ups in Alaska. **Working Paper**, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=594501>> Acesso em: 13 dez. 2010.

ADAMS, R.; ALMEIDA, H.; FERREIRA, D. Powerful CEOs and their impact on corporate performance. **Review of Financial Studies**, v. 18, n. 4, pp. 1403-1432, 2005.

ADAMS, R.; ALMEIDA, H.; FERREIRA, D. Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance. **Journal of Empirical Finance**, v. 16, n. 1, pp. 136-150, 2009.

ALI, A.; KLEIN, C.; ROSENFELD, J. Analysts' use of information about permanent and transitory earnings components in forecasting annual EPS. **The Accounting Review**, v.67, n.1, pp. 183-198, 1992.

ALMEIDA, H.; FERREIRA, D. Democracy and the variability of economic performance. **Economics and Politics**, v. 14, n. 3, pp. 225-257, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=303285>> Acesso em: 13 dez. 2010.

AMIHUD, Y.; LEV, B. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. **Bell Journal of Economics**, v. 12, n. 2, pp. 605-616, 1981.

ANDRADE, M. M. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BARBER, B. M.; HEATH, C.; ODEAN, T. Good reasons sell: reason-based choice among group and individual investors in the stock market. **Management Science**, v. 49, n. 12, pp. 1636-1652, 2003.

BERTRAND, M.; SCHOAR, A. *Managing with style: the effect of managers on firm policies*. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 4, pp. 1169-208, 2003.

BEBCHUK, L. A.; CREMERS, M.; PEYER, U. CEO Centrality. NBER **Working Paper** No. W13701, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1079280>> Acesso em: 13 dez. 2010.

BERLE, Jr., A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BHAT, G.; HOPE, O.; KANG, T. Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecast? **Accounting and Finance**, v. 46, n. 5, pp. 715-732, 2006.

BM&FBOVESPA. **Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**. 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em: 10 jun. 2011.

BOFF, L. H.; PROCIANOY, J. L.; HOPPEN, N. **O uso de informações por analistas de investimento na avaliação de empresas: à procura de padrões**. RAC. Revista de Administração Contemporânea. Rio de Janeiro, v. 10, n. 4, pp. 169-192, 2006.

BROWN, L. D.; ROZEFF, M. S. The Superiority of analyst forecasts as measures of expectations: evidence from earnings. **The Journal of Finance**, v. 33, n. 1, pp. 1-16, 1978.

BRYMAN, A. **Social research methods**. 2nd. ed. Oxford: University Press, 2004.

BUTLER, K. C.; LANG, L. H. P. The forecast accuracy of individual analysts: evidence of systematic optimism and pessimism. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 1, pp. 150-156, 1991.

BYARD, D.; LI, Y.; WEINTROP, J. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n. 5, pp. 609-625, 2006.

CHENG, S. Board size and the variability of corporate performance. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 1, pp. 157-176, 2008.

CHIANG, H.; CHIA, F. Analysts' financial forecast accuracy and corporate transparency. **Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies**, Memphis, v.10, n.1, pp. 9-14, 2005.

CLEMENT, M. Analyst forecast accuracy: do ability, resources and portfolio complexity matter? **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, v. 27, n. 3, pp. 285-303, 1999.

COELHO, M. **Analistas financeiros e recomendações de investimento**. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, v.12, pp. 117-141, 2001.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2007.

CVM – **Comissão de Valores Mobiliários**. Recomendações da CVM sobre governança corporativa. Jun. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em: 10 jun. 2011.

DAHL, R. A. The concept of power. **Behavioral Science**, v. 2, n. 3, pp. 201-215, 1957.

DALMÁCIO, F. Z. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização**. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2009.

DONALDSON, L. **Organization theory as a positive science**. In: TSOUKAS, H.; KNUDSEN, C. (ed.). *The Oxford Handbook of organization theory*. Oxford: Oxford University Press, 2003.

DURU, A.; REEB, D. M. International diversification and analysts' forecast accuracy and bias. **The Accounting Review**, v. 77, n. 2, pp. 415-433, 2002.

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, pp. 288-307, 1980.

FINKELSTEIN, S. Power in top management teams: dimensions, measurement, and validation. **The Academy of Management Journal**, v. 35, n. 3, pp. 505-538, 1992.

FRENCH, J. R., RAVEN, B. The Basis of Social Power. In: CARTWRIGHT, D. Studies in Social Power. **Michigan: Institute of Social Research**, pp. 150-167, 1959.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

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

HALEBLIAN, J.; FINKELSTEIN, S. Top management team size, CEO dominance, and firm performance: the moderating roles of environmental turbulence and discretion. **The Academy of Management Journal**, v. 36, n. 4, pp. 844-863, 1993.

HEALY, P.; 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, pp. 405-440, 2001.

HAMBRICK, D. C.; FINKELSTEIN, S. The effects of ownership structure on conditions at the top: the case of CEO pay raises. **Strategic Management Journal**, v. 16, n. 3, pp. 175-193, Mar. 1995.

HAMBRICK, D. C.; MASON, P. A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. **The Academy of Management Review**, v. 9, n. 2, pp. 193-206, 1984.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. **American Economic Review**, v. 88, n. 1, pp. 96-118, 1998.

HONG, H.; KUBIK, J. D. Analyzing the analysts: career concerns and biased earnings forecasts. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 1, pp. 313-351, 2003.

HOPE, O. Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: an international study. **Journal of Accounting Research**, v. 41, n. 2, pp. 235-272, 2003.

IBGC – **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. Código de melhores práticas de governança corporativa. 4. ed. São Paulo, 2010. Disponível em: <www.ibgc.org.br> Acesso em: 10 jun. 2011.

JACOB, J.; LYS, T. Z.; NEALE, M. A. Expertise in forecasting performance of security analysts. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 28, n. 1, pp. 51-82, 1999.

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

_____ Rights and production functions: an application to labor-managed firms and codetermination. **Journal of Business**, v. 52, n. 4, pp. 469-506, 1979.

JENSEN, M. C.; SMITH, C. **Stockholder, manager, and creditor interests**: applications of agency theory. In: ALTMAN, E. I.; SUBRAHMANYAM, M. G. (eds.). Recent advances in corporate finance (pp. 95-131). Homewood, ELI: rwin, 1985.

LANG, M. H.; LUNDHOLM, R. J. **Corporate disclosure policy and analyst behavior**. The Accounting Review, v. 71, n. 4, pp. 467-492, 1996.

LANG, M. H.; LINS, K. V.; MILLER, D. P. ADR's, analysts and accuracy: does cross-listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 41, n. 2, pp. 317-345, 2003.

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. Tese (Doutorado em Administração de Empresas). São Paulo - Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2004.

_____. Determinantes da acurácia das previsões de resultados dos analistas do mercado de capitais. In: **CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE**. São Paulo: USP, 2005. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos52005/519.pdf>>. Acesso em: 11 abr. 2011.

_____. Otimismo e viés de seleção dos analistas. **Brazilian Business Review**, v. 4, n. 2, pp. 104-118, 2007.

MIKHAIL, M. B.; WALTHER, B. R.; HILLIS, R. H. Do Security Analysts Improve Their Performance with Experience? **Journal of Accounting Research**, v. 35, pp. 131-157, 1997.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. *Alternative mechanisms for corporate control*. **American Economic Review**, v. 79, pp. 842-852, 1989.

MOYER, R.C.; CHATFIELD, R. E.; SISNEROS, P. M. Security analyst monitoring activity: agency costs and information demands. **Journal of Finance and Quantitative Analysis**, v. 24, n. 4, pp. 503-512, 1989.

MYERS, C. A. Top management featherbedding? **Sloan Management Review**, v. 24, n. 4, pp. 55-58, 1983.

O'BRIEN, P. C. Individual forecasting ability. **Managerial Finance**, v. 13, n. 2, pp. 3-9, 1987.

PALMER, J. The profit variability effects of managerial enterprise. **Western Economic Journal**, v. 22, pp. 228-231, 1973.

RICHARDS, R. M. Analysts' performance and the accuracy of corporate earnings forecasts. **The Journal of Business**, v. 49, n. 3, pp. 350-357, 1976.

ROBBINS, S. P. **Comportamento organizacional**. 11. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2005.

SAH, R. K.; STIGLITZ, J. E. The architecture of economic systems: hierarchies and polyarchies. **American Economic Review**, v. 76, n. 4, pp. 716-727, 1986.

SAH, R. K.; STIGLITZ, J. E. The quality of managers in centralized versus decentralized organizations. **Quarterly Journal of Economics**, v. 106, n. 1, pp. 289-295, 1991.

SALANCIK, G. R.; PFEFFER, J. Effects of ownership and performance on executive tenure in U.S. corporations. **Academy of Management Journal**, v. 23, pp. 653-664, 1980.

SHIPPER, C. Commentary on analysts' forecast. **Accounting Horizons**, v. 3, pp. 105-121, 1991.

SHIVDASANI, A.; YERMACK, D. CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 5, pp. 1829-1853, 1999.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 3. ed. rev. atual, Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da Universidade Federal de Santa Catarina, UFSC, 2001.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. de C. Who is the boss for major decisions? Chairmen – Not CEOs – as powerful leaders. **Working Paper**. Sept. 2011a. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1874690>. Acesso em: 14 out. 2011.

_____. Concentration of Power and corporate performance variability. **Working Paper**, Preliminary Version, Jul. 2011b.

SINHA, P.; BROWN, L. D.; DAS, S. A re-examination of financial analysts' differential earnings forecast accuracy. **Contemporary Accounting Research**, v. 14, n. 1, pp. 1-42, 1997.

STICKEL, S. E. Reputation and performance among security analysts. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 5, pp. 1811-1836, 1992.

**APÊNDICE A: Relação de Empresas da Amostra e respectivos Líderes Corporativos –
Chairman ou CEO**

Empresa	Líder Corporativo	Posição
AES Tiete SA	Britaldo Pedrosa Soares	<i>Chairman e CEO</i>
ALL America Latina Logística SA	Wilson Ferro de Lara	<i>Chairman</i>
Amil Participações SA	Edson de Godoy Bueno	<i>Chairman e CEO</i>
B2W Companhia Global do Varejo	Carlos Alberto da Veiga Sicupira	<i>Chairman e CEO</i>
Bematech SA	Marcel Martins Malczewski	<i>Chairman</i>
Br Malls Participações SA	Richard Paul Matheson	<i>Chairman</i>
Bradespar SA	Lázaro de Mello Brandão	<i>Chairman</i>
Brasil Brokers Participações SA	Sérgio Newlands Freire	CEO
Braskem SA	Bernardo Afonso de Almeida Gradin	CEO
BRF – Brasil Foods SA	Luiz Fernando Furlan	<i>Chairman</i>
Brookfield Incorporações SA	Nicholas Vincent Reade	CEO
Camargo Correa Desenvolvimento Imobiliário SA	José Alberto Diniz de Oliveira	<i>Chairman</i>
Centrais Elétricas Brasileiras SA	Márcio Pereira Zimmerman	<i>Chairman</i>
Centrais Elétricas de Santa Catarina SA	Sergio Rodrigues Alves	CEO
Cia Brasileira de Distribuição - CDB	Abilio dos Santos Diniz	<i>Chairman</i>
Cia de Bebidas das Américas - AMBEV	Carlos Alves de Brito	<i>Chairman</i>
Cia de Concessões Rodoviárias - CCR	Renato Alves Vale	CEO
Cia de Gás de São Paulo - COMGÁS	Luis Augusto Domenech	CEO
Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo	Dilma Seli Pena	<i>Chairman</i>
Cia de Saneamento de Minas Gerais	João Antônio Fleury Teixeira	<i>Chairman</i>
Cia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	Luis Fernando Alarcón Mantilla	<i>Chairman</i>
Cia Energética de Minas Gerais - CEMIG	Djalma Bastos de Moraes	CEO
Cia Energética de São Paulo - CESP	Vilson Daniel Chistorafi	CEO
Cia Energética do Ceará	Mário Fernando de Melo Santos	<i>Chairman</i>
Cia Hering	Ivo Hering	<i>Chairman</i>
Cia Paranaense de Energia - COPEL	Raul Munhoz Neto	CEO
Cia Siderúrgica Nacional SA	Benjamin Steinbruch	<i>Chairman e CEO</i>
Cielo SA	Arnaldo Alves Vieira	<i>Chairman</i>
Contax Participações SA	Fernando Antonio Pimentel Melo	<i>Chairman</i>
CPFL Energia	Wilson Ferreira Júnior	CEO
Cremer SA	José Alexandre Carneiro Borges	CEO
Cyrela Brazil Realty SA	Elie Horn	<i>Chairman e CEO</i>
Diagnósticos da America SA	Luis Terepins	<i>Chairman</i>
Drogasil SA	Carlos Pires Oliveira Dias	<i>Chairman</i>

Duratex SA	Salo Davi Seibel	<i>Chairman</i>
EDP – Energias Do Brasil SA	Antonia Mexias	<i>Chairman</i>
Eletropaulo Metropolitana SA	Britaldo Pedrosa Soares	<i>Chairman</i>
Equatorial Energia SA	Carlos Augusto Leone Piani	<i>Chairman</i>
Estácio Participações SA	Antonio Carlos A. Ribeiro Bonchristiano	<i>Chairman</i>
Even Construtora e Incorporadora	Carlos Eduardo Terepins	<i>Chairman e CEO</i>
Ez Tec Empreendimentos e Participações	Ernesto Zarzur	<i>Chairman</i>
Fertilizantes Heringer SA	Dalton Dias Heringer	<i>Chairman</i>
Fibria Celulose SA	José Luciano Penido	<i>Chairman</i>
Fleury SA	Aparecido Bernardo Pereira	<i>Chairman</i>
Gafisa SA	Gary Garrabrant	<i>Chairman</i>
General Shopping Brasil SA	Alessandro Poli Veronezi	CEO
Gol Linhas Aéreas Inteligentes SA	Constantino de Oliveira Júnior	CEO
Guararapes Confecções SA	Nevaldo Rocha	<i>Chairman e CEO</i>
Hypermarcas Sa	João Alves de Queiroz Filho	<i>Chairman</i>
Iguatemi Empresa de Shopping Centers SA	Carlos Francisco Ribeiro Jereissati	<i>Chairman</i>
Indústrias Romi SA	Américo Emílio Romi Neto	<i>Chairman</i>
Iochpe-Maxion SA	Ivoney Brochmann Ioschpe	<i>Chairman</i>
JBS SA	Joesley Mendonça Batista	<i>Chairman e CEO</i>
JHSF Participações SA	Fábio Roberto Chimenti Auriemo	<i>Chairman</i>
Klabin SA	Armando Klabin	<i>Chairman</i>
Kroton Educacional SA	Evando José Neiva	<i>Chairman</i>
Light SA	Jerson Kelman	CEO
LLX Logística SA	Eike Fuhrken Batista	<i>Chairman</i>
Localiza Rent a Car SA	José Salim Mattar Jr.	<i>Chairman e CEO</i>
Log-In Logística Intermodal SA	Eduardo de Salles Bartolomeo	<i>Chairman</i>
Lojas Americanas SA	Carlos Alberto da Veiga Sicupira	<i>Chairman</i>
Lojas Renner SA	José Galló	CEO
Lupatech SA	Nestor Perini	<i>Chairman e CEO</i>
M Dias Branco SA	Francisco Ivens de Sá Dias Branco	<i>Chairman e CEO</i>
Magnesita Refratários SA	Fersen Lamas Lambranh	<i>Chairman</i>
Marfrig Alimentos SA	Marcos Antonio Molina dos Santos	<i>Chairman e CEO</i>
Marisa SA	Marcio Luiz Goldfarb	<i>Chairman e CEO</i>
Metalúrgica Gerdau SA	Jorge Gerdau Johannpeter	<i>Chairman</i>
Minerva SA	Edivar Vilela de Queiroz	<i>Chairman</i>
MMX Mineração e Metálicos SA	Eike Fuhrken Batista	<i>Chairman</i>
MPX Energia SA	Eike Fuhrken Batista	<i>Chairman</i>
MRV Engenharia e Participações SA	Rubens Menin Teixeira de Souza	<i>Chairman e CEO</i>
Multiplan Empreendimentos Imobiliários SA	Jose Isaac Peres	<i>Chairman e CEO</i>

Natura Cosméticos SA	Antônio Luiz da Cunha Seabra	<i>Chairman</i>
Net Serviços de Comunicação SA	Jorge Luiz de Barros Nóbrega	<i>Chairman</i>
Obrascon Huarte Lain Brasil SA	José Carlos Ferreira de Oliveira Filho	CEO
Odontoprev SA	Randall Zanetti	CEO
OGX Petróleo e Gás Participações SA	Eike Fuhrken Batista	<i>Chairman e CEO</i>
PDG Realty Empreendimentos e Participações SA	José Antonio T. Grabowsky	CEO
Petróleo Brasileiro SA	José Sérgio Gabrielli	CEO
Positivo Informática SA	Hélio Bruck Rotenberg	CEO
Profarma Distrib. de Prod. Farmacêuticos SA	Sammy Birmarcker	<i>Chairman e CEO</i>
Randon SA Implementos e Participações	Raul Anselmo Randon	<i>Chairman</i>
Redecard SA	Márcio de Andrade Schettini	<i>Chairman</i>
Rodobens Negócios Imobiliários SA	Waldemar Verdi Júnior	<i>Chairman</i>
Rossi Residencial SA	João Rossi Cuppoloni	<i>Chairman</i>
Restoque Comércio e Confecções de Roupas SA	Marcio da Rocha Camargo	<i>Chairman</i>
Santos Brasil Participações SA	Arthur Joaquim de Carvalho	<i>Chairman</i>
SLC Agrícola SA	Eduardo Silva Logemann	<i>Chairman</i>
Souza Cruz SA	Mark Martijn Cobben	<i>Chairman</i>
Suzano Papel E Celulose SA	David Feffer	<i>Chairman</i>
Tam SA	Maria Cláudia Oliveira Amaro	<i>Chairman</i>
Tecnisa SA	Meyer Joseph Nigri	<i>Chairman e CEO</i>
Tegma Gestão Logística SA	Fernando Luiz Schettino Moreira	<i>Chairman</i>
Tele Norte Leste Participações	Luiz Eduardo Falco Pires Correa	CEO
Telecomunicações de São Paulo SA	Antonio Carlos Valente da Silva	<i>Chairman e CEO</i>
Tempo Participações SA	Dimas de Camargo Maia Filho	<i>Chairman</i>
Tim Participações SA	Luca Luciani	CEO
Totvs SA	Laércio José de Lucena Cosentino	<i>Chairman e CEO</i>
Tractebel Energia	Maurício Stolle Bähr	<i>Chairman</i>
Ultrapar Participações SA	Paulo Guilherme Aguiar Cunha	<i>Chairman</i>
Universo Online SA	Luiz Frias	<i>Chairman e CEO</i>
Usinas Siderúrgica de Minas Gerais - Usiminas	Wilson Nélio Brumer	CEO
Vale SA	Roger Agnelli	CEO
Valid Soluções e Serviços de Seguros	Sidney Levy	<i>Chairman e CEO</i>
Vivo Participações SA	Roberto Oliveira de Lima	CEO
Weg SA	Décio da Silva	<i>Chairman</i>