



Relevância da Informação Contábil de Lucro e Fluxo de Caixa: um estudo com foco em ações ordinárias e preferenciais

Resumo: O objetivo da pesquisa é verificar se o lucro líquido por ação (LPA) e o fluxo de caixa operacional por ação (FCO_A) possuem capacidades distintas de explicar o comportamento dos preços das ações ordinárias e preferenciais negociadas no mercado de capitais brasileiro. A amostra é composta pelas empresas que negociaram ações na BM&FBOVESPA, no período de 2010 a 2016, tendo sido formados três grupos: o primeiro com ambas as classes acionárias; o segundo, apenas com ações ordinárias; e o terceiro, exclusivamente constituído por ações preferenciais. Para cada grupo foram aplicados dois modelos econométricos de regressões múltiplas, um usando o LPA e outro usando o FCO_A, tendo em ambos o patrimônio líquido como variável de controle. Os resultados sugerem que, embora o LPA tenha apresentado maior relevância do que o FCO_A para explicar o preço das ações ordinárias, o FCO_A é mais informativo para o preço das ações ordinárias do que em relação a classe de ações preferenciais. Logo, concluiu-se que estes resultados mostram indícios que sustentam a não rejeição de H_1 , ou seja, o FCO é mais relevante para as ações ordinárias do que para as ações preferenciais. Além disso, apesar dos resultados da primeira análise indicarem que o LPA é igualmente relevante para a explicação dos preços de ações ordinárias e preferenciais, observa-se que na segunda análise apenas o LPA foi significativo e seus modelos apresentaram maior capacidade de explicação do comportamento do preço das ações preferenciais. Sendo assim, têm-se evidências estatísticas que sugerem a não rejeição de H_2 , ou seja, o LL é mais relevante para as ações preferenciais do que para as ações ordinárias.

Palavras chave: Ações ordinárias; Ações preferenciais; Relevância da Informação Contábil.

Linha Temática: Contabilidade Financeira



1. Introdução

A Contabilidade objetiva fornecer informação útil para a tomada de decisões econômicas. Entretanto, estabelecer o que pode ser considerado útil para esse tipo de decisão representa um desafio para a ciência contábil, exigindo uma análise aprofundada dos modelos decisórios de cada tipo de usuário das informações geradas. “No mercado de capitais, informações relevantes são aquelas que podem afetar os fluxos de caixa futuros da empresa ou as expectativas futuras dos investidores” (Martins & Paulo, 2014, p. 35). Nesse sentido, Ball e Brown (1968) foram pioneiros ao encontrarem evidências quanto à relevância das demonstrações contábeis para os investidores, sendo seus achados ratificados muitas vezes desde então.

Para Sarlo Neto, Teixeira, Loss e Lopes (2005) o mercado de capitais brasileiro representa um universo amplo de estudo, onde é possível verificar o impacto das informações contábeis divulgadas sobre a variação dos preços das ações em negociação. Em países como o Brasil, e na América Latina como um todo, a emissão de duas classes de ações é largamente utilizada (Adams & Ferreira, 2008). Logo, uma das peculiaridades do mercado de capitais brasileiro é o fato de a legislação vigente permitir que as companhias negociem duas classes distintas de ações – ordinárias e preferências – cada qual com direitos e benefícios próprios.

Segundo Assaf Neto (2001), as ações ordinárias possuem direito de voto, o que representa o direito de exercer influência nas decisões organizacionais. Os proprietários dessa espécie de ação podem: deliberar acerca das atividades da empresa; avaliar as demonstrações contábeis; decidir sobre a alocação de resultados; escolher a diretoria; e promover mudanças estatutárias. Por sua vez, as ações preferenciais não atribuem o direito amplo de voto ao seu detentor, mas possuem prioridade na distribuição de dividendos e o benefício do estabelecimento de dividendos mínimos ou fixos, além de possuírem preferência na restituição do capital, em caso de extinção da sociedade.

Face às distinções de cada papel, a motivação desta pesquisa surge da necessidade de identificar quais informações são relevantes para cada tipo de usuário da informação contábil, ou seja, para cada tipo de investidor. Pois, por exemplo, uma determinada informação contábil pode ser interessante para um investidor com posição em ações preferenciais e não ser significativa para um outro investidor, com sua carteira em ações ordinárias.

Considerando a possibilidade de que os preços de ações ordinárias e preferenciais reagem de maneira distinta às informações provenientes de diferentes informações contábeis, o problema passa a ser identificar tais informações e, em seguida associá-las a cada espécie de ação. Nesse sentido, o presente estudo elegeu o Lucro Líquido (LL) e o Fluxo de Caixa operacional (FCO) – ambos associados ao Patrimônio Líquido (PL) – como informações contábeis a serem relacionadas aos preços das ações.

A escolha desses indicadores se deu em função da sua ampla utilização em pesquisas deste tipo. Além disso, conforme Macedo, Machado, Murcia e Machado (2012), existe na Contabilidade uma discussão sobre quais seriam os melhores indicadores de performance de uma organização, se aqueles provenientes do fluxo de caixa, como o FCO, ou os oriundos do resultado contábil, como o LL, por exemplo.

Sobre essas medidas contábeis, Malacrida (2009) sugere que o lucro detém maior capacidade informacional do que o FCO para explicar os retornos correntes das ações. Porém, o FCO possui relevância superior ao lucro para explicar os retornos futuros das ações. Segundo a autora, esses resultados indicam que o retorno futuro se associa ao FCO corrente das companhias, enquanto o retorno corrente associa-se ao lucro corrente.

Nesse sentido, como o benefício principal da ação preferencial está relacionado ao recebimento de dividendos, é possível que tanto o retorno corrente quanto o lucro corrente sejam considerados relevantes pelos investidores em ações preferenciais. Adicionalmente,



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Florianópolis, SC, Brasil
Centro de Eventos da UFSC
12 a 14 de agosto de 2018

Sarlo Neto (2009) destaca que os dividendos são definidos como lucros distribuídos pela empresa aos seus acionistas, possuindo o LL como sua base de cálculo.

Por outro lado, o direito de voto sobre as decisões ligadas às atividades da organização constitui o maior benefício da ação ordinária. Logo, existe a possibilidade de que os acionistas com direito a voto estejam mais preocupados com o futuro e a continuidade da organização, o que pode fazer com que tais investidores atribuam um nível maior de relevância aos indicadores associados a retornos futuros, como é o caso do FCO, segundo Malacrida (2009).

Face ao exposto, o artigo busca responder as seguintes questões de pesquisa: (i) As informações contábeis anuais sobre LL e FCO, associadas ao PL, são relevantes para o investidor com ações ordinárias? (ii) E para investidor com papéis preferenciais? (iii) Comparativamente, o que se pode dizer sobre a relevância do LL e do FCO para o preço de ações ordinárias e preferenciais?

Dessa forma, o objetivo geral deste artigo é verificar se os indicadores anuais de desempenho lucro líquido por ação (LPA) e fluxo de caixa operacional por ação (FCO/A), associados ao patrimônio líquido por ação (VPA), são relevantes para explicar o comportamento dos preços das ações ordinárias e preferenciais negociadas no mercado de capitais brasileiro. Em outras palavras, busca-se verificar se o lucro líquido por ação (LPA) e o fluxo de caixa operacional por ação (FCO/A) possuem capacidades distintas de explicar o comportamento dos preços das ações ordinárias e preferenciais negociadas no mercado de capitais brasileiro. Ou seja, se o LL e o FCO possuem relevância diferente em relação aos dois tipos de ações: ordinárias e preferenciais.

Justifica-se o estudo tendo em vista que, no Brasil, são escassas as pesquisas diretamente relacionadas à existência de duas classes de ações e sua respectiva relação com o valor das empresas (Grando, Machado, Brunozi Júnior, & Zanini, 2016). Desse modo, o trabalho denota a sua relevância ao contribuir para o preenchimento de uma lacuna na literatura contábil, auxiliando no entendimento prático de como o mercado precifica as ações ordinárias e preferenciais.

Para atingir o objetivo proposto foram utilizados os dados das ações de companhias brasileiras, não financeiras. As análises foram conduzidas a partir de três grupos: o primeiro, englobando conjuntamente os preços de ações ordinárias e preferenciais; o segundo, tratando exclusivamente os preços de ações ordinárias; e o terceiro grupo, abordando apenas as ações preferenciais. Para cada grupo, comparou-se as capacidades explicativas de cada um dos modelos e, posteriormente, foi verificado se os indicadores de desempenho apresentaram distinções de relevância para explicar o preço de cada classe de ação.

2. Referencial Teórico

2.1 A Teoria da Hipótese de Mercado Eficiente

Para Fama (1991), a Teoria da Hipótese dos Mercados Eficientes pressupõe, em sua forma semiforte, que o mercado faz ajustes instantâneos e precisos de qualquer informação relevante que seja divulgada pelas entidades. Sendo assim, as expectativas e informações contábeis sobre as empresas estão incorporadas nas variações dos preços das ações. Para Lopes (2001), no mercado considerado eficiente, na forma semiforte, somente as informações publicamente disponíveis são refletidas nos preços das ações.

Corroborando, Camargo e Romero (2006) afirmam que a Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM) possui alta correlação com o desenvolvimento dos mercados de capitais, no sentido de que, geralmente, quanto mais desenvolvido, mais eficiente será o mercado em termo de informação. Ou seja, em cenários como esse, os investidores dispõem de preços mais justos com uma menor assimetria de informação e um maior acesso às informações relevantes.



Em uma análise empírica sobre a reação do mercado de capitais frente a eventos corporativos, Camargo e Romero (2006) encontraram evidências de que o mercado brasileiro de capitais não se comportou de maneira eficiente quanto à divulgação do lançamento de ADRs (*American Depositary Receipts*). Por outro lado, os autores sugerem que para os eventos envolvendo anúncio de fusões, aquisições e adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, o mercado apresentou comportamento alinhado à HEM. Malta e Camargos (2016) defendem que, a relação entre as variáveis contábeis e o preço das ações são úteis para auxiliar no processo de estimação do valor das empresas, e também para a elaboração de estratégias de investimento no mercado financeiro.

Sarlo Neto et al. (2005) indicam que no mercado de capitais brasileiro, a HEM deve ser considerada com restrições, pois quando estudadas em separado, as ações do tipo preferencial apresentam comportamento semiforte. Conforme os autores, para os papéis ordinários, essa eficiência na forma semiforte não é comprovada, sendo válida apenas para a carteira que apresentou retorno negativo.

De maneira distinta, os resultados de Ball e Brown (1968) denotam uma eficiência em todo o mercado acionário em um estudo com distinção de papel em dois grupos. Logo, pode-se notar que há uma divergência na literatura nacional e internacional a respeito do comportamento das ações ON e PN e a hipótese de mercados eficientes. Para Camargo e Romero (2006), os preços dos papéis negociados em mercado são influenciados por vários eventos ou informações relevantes, que podem provocar variações em menor ou maior grau, dependendo do: contexto do mercado; da relevância da informação; e do *timing* que tal informação leva para ser incorporada aos preços dos ativos.

2.2 Relevância da Informação Contábil para cada Tipo de Ação

Os primeiros autores a identificarem a relação de relevância entre variáveis econômico-financeiras e seu impacto no retorno das ações no mercado foram Ball e Brown (1968). Em seu estudo, os autores constataram que margens de lucro inesperadas são positivamente correlacionadas com retornos acima da média. Beaver (1968) também analisou a relevância da informação contábil para a determinação do desempenho financeiro das entidades. Outras pesquisas mais específicas, como as de Collins e Kothari (1989); Easton e Harris (1991); e Charitou, Clubb e Andreou (2000) analisaram o poder explicativo entre o retorno das ações e as informações obtidas por meio das demonstrações contábeis, como o lucro, por exemplo. Hendriksen e Van Breda (2010, p. 206) afirmam que as observações, diretas e indiretas, sugerem que o lucro por ação divulgado exerce um impacto direto sobre o preço de mercado de ações ordinárias. Os autores apontam diversos estudos empíricos que sustentam essa afirmativa, provendo base para as pesquisas que consideram a hipótese de que as variáveis contábeis explicam a formação de preço de mercado das ações ordinárias.

Em sentido oposto, sem fazer distinções entre ações ordinárias e preferenciais, os resultados da pesquisa de Bastos, Nakamura, David e Rotta (2009) evidenciaram um baixo poder explicativo dos indicadores contábeis – lucro por ação e fluxo de caixa operacional – sobre o preço das ações.

Na literatura internacional, Malta e Camargos (2016) observam que não existe um consenso sobre o uso dos indicadores contábeis e seu poder explicativo sobre o retorno acionário, muito embora várias pesquisas indiquem haver uma relação significativa com indicadores como lucro, receita líquida, fluxo de caixa das operações e etc.

Costa Junior e Neves (2000) estudaram empresas negociadas na Bovespa no período de 1987-1996, os autores encontraram um relacionamento negativo entre a rentabilidade média das carteiras e as variáveis PL e valor de mercado e um relacionamento positivo entre a rentabilidade e o valor patrimonial da ação.

Em uma análise sobre a relevância das informações contábeis para o mercado brasileiro de capitais, Macedo, Machado, Murcia e Machado (2011) encontraram evidências



estatísticas de que o FCO acrescentou relevância ao modelo inicialmente composto pelas variáveis independentes LL e PL. Para Cunha e Lustosa (2007), as informações sobre o LL e o FCO mostraram-se significantes na explicação do retorno acionário anormal. Embora Bastos et al. (2009) tenham encontrado baixo poder explicativo das variáveis independentes utilizadas no estudo sobre o retorno ajustado ao mercado, esses autores sugerem que o indicador de melhor resultado foi o FCO, seguido do ROI, e do LPA, tendo o EVA obtido o pior resultado.

Ratificando esses achados, Villaschi, Galdi e Nossa (2011) constataram que o lucro líquido (LL) tem poder explicativo sobre o preço das ações, além de outras variáveis relevantes, como o ROA. Ao analisar variáveis como LL, variação da rentabilidade, capital investido, variação da oportunidade de crescimento e taxa de desconto, Galdi e Lopes (2011) observaram que todas mostraram-se significantes estatisticamente na predição do retorno acionário.

Observando as pesquisas anteriormente elencadas sobre relevância dos indicadores contábeis, nota-se que nenhuma delas considera a possibilidade de haver distinção de relevância dos índices contábeis conforme o tipo de papel. Sendo assim, passa-se a abordar as características de cada tipo de ação, buscando suportar a ideia de que podem existir interesses informacionais distintos, dado o tipo ação em análise pelo investidor.

Para Arantes, Lima e Carvalho (2012) a principal característica da ação ordinária é a de conferir direito de voto aos seus titulares. Coelho (2007) corrobora esse pensamento ao afirmar que apenas as ações ordinárias conferem amplo direito de voto ao seu investidor nas deliberações das assembleias de acionistas, além da participação nos lucros da entidade.

Segundo a teoria do acionista ordinário, todos os investidores de uma sociedade por ações, excetuando-se os acionistas com papéis ON, são considerados *outsiders* (Iudícibus, 2010). Dessa forma, o interesse residual dos acionistas ordinários é calculado pela diferença entre os ativos e os passivos específicos.

Contudo, essa teoria não pode ser totalmente aceita pela Contabilidade, pois é muito forte afirmar que o acionista preferencial se assemelha a um prestador de dinheiro. Embora os direitos e obrigações sejam semelhantes, o acionista preferencial possui um título de propriedade, e não apenas um título de crédito. Na realidade brasileira, na qual os preferencialistas têm uma característica mista de participação nos lucros, a Teoria do Interesse Residual do Acionista Ordinário deve ser analisada com cuidado (Iudícibus, 2010). Para o investidor em papéis ordinários, o poder de decisão está no investidor que detenha a maior quantidade de ações ordinárias desse modo existe uma possibilidade de influenciar nas decisões tomadas pela direção e pelo conselho de administração. Por exemplo: decisões sobre destinações de recursos e deliberações sobre políticas financeiras.

Conforme defendido por Chagas (2005), a existência de ações preferenciais pode estar fundamentada em dois aspectos, a saber: a existência de investidores com interesse exclusivo nos dividendos a serem distribuídos, sem interesse na gestão da entidade; e uma forma de captar recursos financeiros por um custo baixo, sem perder o controle acionário da entidade.

Almeida, Souza e Martins (2016) defendem que em sua maior parte, as ações preferenciais negociadas no mercado de capitais brasileiro possuem característica de interesse residual e discricionariedade de evitar a entrega de caixa, fato esse que as classifica como instrumentos patrimoniais. Conforme afirmado por Iudícibus (2010), os acionistas preferenciais podem ter prioridade sobre os ordinários, porém ambos são residuais diante dos credores.

Para Glautier e Underdown (2001), as ações preferenciais não dão direitos preferenciais apenas em relação aos dividendos, mas também na devolução do capital em cenários de liquidação. Segundo Coelho (2007), essas preferências representam prioridades na distribuição de dividendos e no reembolso de capital no caso de dissolução da empresa. Além



disso, essa prioridade é uma forma de proteger seus titulares contra decisões tomadas nas assembleias de acionistas por parte dos investidores com direito a voto (Arantes et al., 2012).

Glautier e Underdown (2001) mencionam que as ações PN podem ser emitidas sob a forma resgatável, onde uma vez que forem resgatados, os títulos são cancelados pela entidade. Segundo os autores, a emissão de ações PN também pode ocorrer por dividendos cumulativos, os quais, se não pagos por inexistência de lucros suficientes, os direitos de recebimento são transferidos para os períodos futuros, até que ocorra o pagamento. Esse fato pode indicar a relevância da variável contábil lucro líquido para o investidor com papéis preferenciais.

Os autores reforçam ainda que, geralmente, as ações PN dão direito a dividendos fixos expressos na forma de porcentagem sobre o valor nominal da ação, dessa forma o foco é prioritariamente no lucro distribuível e não no controle da entidade. Prioriza-se distribuição de dividendos. Este tipo de papel possui preferência no reembolso de capital em caso de dissolução da sociedade. Em alguns casos, elas podem ser emitidas com participação, nesse caso, além dos dividendos fixos, os investidores desse papel também participam do restante do lucro líquido, juntamente com os acionistas ordinários (Glautier & Underdown, 2001). Para Caselani e Eid (2008), embora as ações preferenciais tenham apresentado maior volatilidade nos retornos, tal volatilidade é atenuada, quando tais ações pertencem a companhias que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa. Para os autores, o risco dos acionistas preferenciais, oriundo de sua impossibilidade de participar das decisões da empresa, parece ser parcialmente reduzido por uma maior transparência da entidade. Sabe-se que a emissão de *dual class* é um dos principais mecanismos utilizados pelos controladores para separação entre o fluxo de caixa e o controle acionário, sendo amplamente utilizadas em mercados subdesenvolvidos, como é o caso do mercado acionário brasileiro.

Diversos estudos buscaram verificar os impactos da divulgação das informações contábeis no mercado brasileiro como um todo, como por exemplo, os trabalhos de Perobelli e Ness (2000), Bernardo (2001), Lopes (2001), Martinez (2002), Sarlo Neto (2003) e Sarlo Neto, Lopes e Costa (2008). Porém, nenhum deles considerou a separação de papéis ordinários e preferenciais em suas análises, o que pode ser pertinente dadas as peculiaridades associadas à cada classe de ação e aos tipos de investidor.

Dentre os estudos que analisaram separadamente as ações ON e PN, a pesquisa de Sarlo Neto et al. (2005) defende a ideia de que conforme as características e os atributos de cada tipo de ação, podem haver interesses distintos dos investidores, conforme o tipo de ativo em sua carteira. Seus achados indicam que, para o investidor com posição em papéis ordinários, a informação contábil apenas é relevante nos casos de lucros anormais negativos e, para lucros anormais positivos, essa variável perde relevância para outras informações divulgadas.

Assaf Neto (2001) salienta que o interesse relacionado ao investidor com papéis ordinários é no poder de decisão, por sua vez, Sarlo Neto et al. (2005) adiciona que outro fator intensificador da distinção do interesse informacional, por parte dos investidores entre os tipos de ações, é o modelo de governança corporativa predominante no mercado. Os autores afirmam que em países como o Brasil, os sistemas de proteção aos acionistas minoritários são mais fracos, fato que favorece a distorção entre os tipos de ações.

Considerando que o investidor com papéis ordinários deposita maior interesse no controle e no poder de decisão sobre a entidade, pode-se supor que um indicador contábil capaz de representar a manutenção da continuidade da entidade e seus resultados futuros seja o maior objeto de interesse desse investidor. Desse modo, foi desenvolvida a hipótese H₁: O FCO é mais relevante para as ações ordinárias do que para as ações preferenciais.



Para Shang, Gao e Zhang (2013), a separação dos direitos de controle dado ao investidor com papéis ordinários e fluxo de caixa é uma das principais razões que aumentam o conflito de interesse entre investidores controladores e os minoritários. Os autores identificaram dois tipos de conflito: o primeiro ocorre em um cenário onde os investidores controladores têm relativamente direitos de controle concentrados, mas não separam o fluxo de caixa do controle acionário, o segundo ocorre quando os direitos de controle são concentrados e existe um alto grau de separação entre os direitos de controle e o fluxo de caixa.

De forma distinta, Assaf Neto (2001) defende que o interesse primário do investidor preferencial é o lucro, sendo este mais importante do que o controle da empresa. Este tipo de investidor prioriza a distribuição de resultados, ou seja, seu enfoque é o pagamento de dividendos que, por sua vez, está relacionado ao lucro distribuível. Deste modo, para o desenvolveu-se a hipótese H₂: O LL é mais relevante para as ações preferenciais do que para as ações ordinárias.

Miller e Rock (1985) posteriormente provaram que as decisões sobre dividendos poderiam revelar ao mercado informações relacionadas aos lucros atuais, deixando assim em evidência uma correlação entre investidores preferenciais e o lucro da entidade. Fonteles et al. (2012) ratificam essa ideia, afirmando que os investidores podem diferenciar duas entidades com lucros elevados por meio de uma análise dos dividendos distribuíveis, indicando assim qual delas apresenta lucro mais sólido, o que corrobora para uma indicação de que a empresa apresentará bom desempenho.

Os autores Moreiras, Tombosi Filho e Garcia (2009) defendem que a Teoria da Preferência Tributária, por sua vez, baseia-se no fato de que os dividendos sofrem incidência de uma tributação mais onerosa do que os ganhos de capital, cenário histórico nos EUA. Devido a esse fato, os acionistas preferenciais americanos procuram se proteger dos impactos tributários, preferindo que a empresa retenha lucro, em vez de distribuir dividendos.

Entretanto, Fonteles et al. (2012) justificam que como no Brasil não há tributação de dividendos, há de certo modo um estímulo para as empresas distribuírem dividendos altos. Esse fato está relacionado à política adotada de não estimular a retenção dos lucros por parte das grandes empresas, proporcionando assim uma alocação mais eficiente e distribuída de capital.

3. Procedimentos Metodológicos

3.1 Classificação e introdução ao método de pesquisa

Segundo Gil (2008), as pesquisas podem ser classificadas com base em dois critérios: os objetivos de pesquisa e os procedimentos técnicos utilizados. No que diz respeito aos objetivos de pesquisa, o presente artigo corresponde a uma pesquisa descritiva que se aproxima da pesquisa explicativa, pois procura analisar a capacidade explicativa das informações contábeis divulgadas pelas entidades aqui em estudo, no período de 2010 a 2016.

No que diz respeito aos procedimentos técnicos, essa pesquisa pode ser classificada como de abordagem empírico-positivista, pois apresenta técnicas de coleta, tratamento e análise de dados quantitativos, inseridos no escopo da Teoria Positiva da Contabilidade, por meio de análises de regressões e seus respectivos parâmetros.

A coleta de dados se deu por meio da base *Econômica*®. O processo de amostragem utilizado é não probabilístico, onde a amostra é composta pelas companhias abertas com ações ordinárias e/ou preferenciais, negociadas na BM&FBOVESPA, que apresentaram todas as informações necessárias para o modelo proposto com base nos exercícios de 2010 a 2016.

Após a coleta de dados, seguindo as recomendações de Caselani e Eid (2008), foi necessário limitar a amostra às ações com maior liquidez para possibilitar os testes. Assim,



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Florianópolis, SC, Brasil
Centro de Eventos da UFSC
12 a 14 de agosto de 2018

conforme orientam Batista, Oliveira e Macedo (2017), as empresas com indicador de liquidez anual da *Economática*® abaixo de 0,01 foram excluídas da amostra. O indicador da *Economática*® considera as razões anuais entre o total de dias com negócios da ação e o total de dias com pregão, entre o número de negócios da ação e o total de negócios dos pregões e entre o volume monetário dos negócios da ação e o total de volume monetário dos pregões.

Após esse filtro inicial, para cada variável em estudo, procedeu-se a eliminação dos *outliers* da amostra com base no critério do intervalo interquartílico apresentado por Fávero, Belfiore, Silva, & Chan (2009). Seguindo tal critério, todas as observações das variáveis dependentes e independentes, situadas acima de 3 intervalos interquartílicos além do quartil superior e abaixo de 3 intervalos interquartílicos além do quartil inferior, foram consideradas *outliers* e, portanto, foram excluídas da amostra. Dessa forma, após o tratamento dos dados, chegou-se a uma amostra total de $n_{Total} = 861$ unidades de análise.

Uma vez definida a amostra, os dados foram tabulados e, baseado nas variáveis dependentes, formaram-se três grupos de análise: o primeiro, composto por ações ordinárias e preferenciais; o segundo, composto apenas pelas ações ordinárias; e o terceiro, formado exclusivamente por ações preferenciais. Desse modo, a amostra de cada grupo é composta, respectivamente, por 700 observações para as ações ordinárias e 161 observações para as ações preferenciais.

De modo geral, a análise de dados baseia-se em seis modelos econométricos, sendo dois modelos para cada grupo de análise, cuja variável dependente é sempre o preço da ação. Como variáveis independentes, foram utilizadas as informações contábeis referentes ao lucro líquido por ação, ao fluxo de caixa operacional por ação e ao patrimônio líquido por ação. A análise em grupos distintos foi adotada por dois motivos específicos: (i) divergência entre os estudos que analisam a distinção do impacto das informações contábeis sobre a formação dos preços das ações preferenciais e ordinárias; e (ii) para que seja possível comparar o grau de relevância dos indicadores contábeis dentro do mesmo grupo, já que a variável dependente será a mesma, em cada modelo econométrico proposto.

3.2 Descrição das variáveis em estudo e instrumento para análise de dados

A variável dependente do modelo de regressão será o preço da ação no fechamento com ajuste por proventos, *splits* e *inplits*. Ainda no tocante a variável dependente, é importante esclarecer que para a coleta de dados, foram considerados os preços de fechamento diário, no último dia útil do mês de março, seguindo orientações de Lang, Raedy e Yetman (2003). Além disso quando não havia negociação no último dia de março foi considerada a próxima negociação dentro de uma janela de 7 dias.

Essa data foi escolhida por representar a data limite para as companhias entregarem suas demonstrações financeiras à Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Cabe mencionar que o artifício de considerar uma única data para o preço das ações, e não a data imediatamente posterior à publicação das demonstrações de cada empresa, segue as orientações metodológicas de outros estudos, tais como os de Costa e Lopes (2007), Morais e Curto (2008) e Gonçalves, Rodrigues e Macedo (2014). Nesse sentido, Gonçalves et al. (2014) ressaltam que ao se considerar uma data após a divulgação das demonstrações financeiras, assumindo certa eficiência no mercado brasileiro de capitais, o estudo considera que o impacto destas informações já estaria incorporado no preço dos papéis das empresas.

Passando a tratar das variáveis independentes, a Tabela 01 traz um resumo das preditoras utilizadas nos modelos econométricos propostos, bem como apresenta suas definições e algumas referências de estudos anteriores. Segundo Sarlo Neto et al. (2005), as variáveis contábeis como o patrimônio líquido e o lucro líquido devem possuir capacidade informacional. O potencial de transmitir informações que possam influenciar as expectativas de seus usuários corresponde a essa capacidade informacional das variáveis contábeis.



A variável LPA representa, de certa forma, o lucro resultante das operações da entidade que poderia ser distribuído. Malta e Camargos (2016) defendem que o LPA é um importante sinalizador da rentabilidade acionária. Por sua vez, o FCO envolve “todas as atividades relacionadas com a produção e entrega de bens e serviços e os eventos que não sejam definidos como atividades de investimento e financiamento. Normalmente, relacionam-se com as transações que aparecem na Demonstração de Resultado” (Iudícibus, Martins, Gelbcke, & Santos, 2010, p. 567).

Tabela 01: Variáveis explicativas da pesquisa

| Variáveis independentes | Definição | Referências |
|---|--|--|
| Lucro líquido por ação (LPA) | Lucro líquido / Número de ações | Macedo et al. (2011) Bastos et al (2009) Batista et al (2017) |
| Fluxo de caixa operacional por ação (FCO_A) | Fluxo de caixa operacional / Número de ações | Brito e Assaf Neto (2008) Bastos et al (2009) Ball, Gerakos, Linnainmaa, e Nikolaev (2016) |
| Patrimônio líquido por ação (VPA) | Patrimônio líquido / Número de ações | Brito e Assaf Neto (2008) Macedo et al. (2011) Batista et al. (2017) |

Fonte: Elaborado pelos autores

Além dos estudos mencionados na Tabela 01, Malacrida (2009) analisou a relevância do fluxo de caixa operacional e do lucro para o mercado brasileiro de capitais, tendo observado que a divulgação da DFC melhora o conteúdo informativo da contabilidade para o mercado de capitais brasileiro. No tocante a variável VPA, diversos estudos, como os elencados no Tabela 01, já denotaram a sua relevância informacional para explicar o preço da ação. Sendo assim, o VPA será empregado em conjunto com as duas primeiras variáveis, no intuito de fornecer maior poder explicativo ao modelo como um todo.

Ao todo, foram obtidos 6 modelos econométricos, divididos em três etapas, sendo a primeira etapa com preços de papéis ordinários e preferenciais simultaneamente, a segunda etapa com preços de ações exclusivamente ordinárias, e por fim com preços de ações apenas preferencias. Em cada etapa obtiveram-se 2 equações de regressão linear conforme os modelos dispostos na Tabela 02.

As regressões foram calculadas levando em consideração que cada empresa, em cada ano de demonstração contábil divulgada, corresponde a uma unidade de análise. Conforme pode ser observado na Tabela 02, os modelos econométricos propostos constituem regressões lineares múltiplas. Seguindo as orientações de Gujarati (2006), Corrar, Paulo e Dias Filho (2007) e Fávero et al. (2009), para estimar as funções de regressão, utilizou-se o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

Também na Tabela 02 nota-se a inserção de variáveis *dummies* multiplicativas nos modelos 01 e 02. Essas *dummies* foram utilizadas para identificar a classe de ação, sendo atribuído o valor 0 para as ações ordinárias e, conseqüentemente, o valor 1 para as ações preferenciais. O uso das *dummies* permite constatar se a identificação do tipo de ação gera impactos para o poder explicativo das variáveis independentes.

Tabela 02: Modelos econométricos da pesquisa

| Modelos | Variável dependente | Variáveis independentes |
|---------|---------------------------|---------------------------------------|
| 01 | Preço das ações (ON e PN) | LPA; VPA; DPrefixLPA e DPrefixVPA |
| 02 | | FCO_A; VPA; DPrefixLPA e DPrefixFCO_A |
| 03 | Preço das ações ON | LPA e VPA |
| 04 | | FCO_A e VPA |
| 05 | Preço das ações PN | LPA e VPA |
| 06 | | FCO_A e VPA |

Fonte: elaborado pelos autores.



Para a operacionalização das regressões foi utilizado o *software Gretl*, onde a análise do coeficiente R^2 – que denota o poder explicativo do modelo como um todo – foi validada por meio do p-valor do teste F. Já para validar os coeficientes dos regressores, foi utilizado o p-valor do teste T, sendo observado os níveis de significância de 1%, 5% e 10%, conforme os resultados de saída fornecidos pelo *software*. Buscando cumprir o objetivo do trabalho, além da verificação do poder explicativo dos modelos, procedeu-se a comparação dos R^2 das equações de regressão obtidas dentro de cada grupo. Adicionalmente, procurou-se identificar quais modelos e, conseqüentemente, quais variáveis explicativas demonstraram maior relevância para explicar o preço de ações ordinárias e preferenciais.

4. Análise dos resultados

4.1 Análise conjunta dos preços das ações ordinárias e preferenciais

Primeiramente foram analisados os pressupostos da regressão por mínimos quadrados. Foi realizado teste de normalidade dos resíduos, onde na Hipótese nula afirma-se que o erro tem distribuição Normal, ao nível de significância de 5% rejeita-se H_0 nos modelos de 1 a 6, porém segundo Brooks (2002) pelo teorema do limite central, como a amostra é superior a 30, pôde-se relaxar o pressuposto da normalidade e seguir adiante com a análise do modelo. Sobre o teste de homocedasticidade dos resíduos, foram verificados por meio da estatística teste de Breusch-Pagan para a heteroscedasticidade, onde em sua Hipótese nula afirma-se que o modelo é sem heteroscedasticidade, ou seja, é desejado que a variância dos resíduos seja constante para todos os valores. Ao nível de significância de 5% rejeita-se a Hipótese nula acima em todos os grupos e, portanto, segue-se com a obtenção do modelo por meio da correção de erros padrão robustos à heteroscedasticidade (matriz robusta H_1 de White).

Antes de rodar os modelos econométricos de regressão linear foram obtidas as estatísticas descritivas das variáveis em estudo conforme Tabela 03:

Tabela 03: Estatística descritiva para todos os grupos

| Tipo | Variável | Média | DP | Mediana | Mínimo | Máximo |
|---------|----------|--------|--------|---------|---------|--------|
| PN | Preço | 15,840 | 12,331 | 11,7164 | 0,992 | 63,306 |
| | LPA | 1,245 | 2,109 | 0,8324 | -5,086 | 6,061 |
| | VPA | 17,029 | 14,238 | 15,6805 | -10,577 | 62,087 |
| | FCO_A | 3,011 | 3,106 | 2,0688 | -4,912 | 12,773 |
| ON | Preço | 16,381 | 11,939 | 13,1634 | 1,310 | 73,833 |
| | LPA | 0,803 | 1,450 | 0,7328 | -5,086 | 6,297 |
| | VPA | 11,066 | 10,497 | 7,9752 | -36,121 | 62,087 |
| | FCO_A | 1,757 | 2,232 | 1,3656 | -6,388 | 12,658 |
| ON E PN | Preço | 16,280 | 12,008 | 13,0517 | 0,992 | 73,833 |
| | LPA | 0,885 | 1,602 | 0,7547 | -5,086 | 6,297 |
| | VPA | 12,181 | 11,519 | 8,7260 | -36,121 | 62,087 |
| | FCO_A | 1,992 | 2,467 | 1,4473 | -6,388 | 12,773 |

Fonte: elaborado pelos autores.

Preliminarmente, antes de analisar a relevância do LPA e do FCO_A para as ações ordinárias e preferenciais separadamente em um mesmo modelo, testou-se a relevância destas informações contábeis para o mercado de capitais. Ou seja, considerando todas as ações de forma indistinta rodou-se um modelo com LPA e VPA e outro com FCO_A e VPA.

Em ambos os modelos se observou relevância da informação contábil, pois tanto o LPA quanto o FCO_A foram significativos na explicação do comportamento do preço das ações. Dessa análise dois aspectos chamam a atenção: (i) o coeficiente do LPA (2,7255) é maior do que o coeficiente do FCO_A (1,0017) e (ii) o R^2 da regressão com LPA (29,27%) é superior ao R^2 da regressão com FCO_A (20,19%). Isso mostra, de maneira geral sem a separação por tipo de ação, que o LL é mais informativo/relevante para o mercado de capitais do que o FCO, corroborando com os resultados de Malacrida (2009) de que o lucro detém maior capacidade informacional do que o fluxo de caixa na explicação do preço das ações.



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Na primeira análise propriamente dita, observa-se na Tabela 04 que não existe diferença de relevância para LPA entre ações ordinárias e preferenciais. Isso mostra inicialmente que o LPA é igualmente relevante para a explicação dos preços de ações ordinárias e preferenciais, pela análise da não significância do coeficiente da variável *dummy* para ações preferenciais (DPrefxLPA). Sendo assim, não se tem evidências preliminares de não rejeição de H_2 .

Tabela 04: Resultados do Modelo 1 – LPA para todas as ações

| Mod. 1 | Coef | EP | t | p-valor |
|----------------|-----------|---------------------|---------|----------|
| Const | 9,7145*** | 0,5008 | 19,4000 | 9,44E-70 |
| LPA | 3,0124*** | 0,3925 | 7,6760 | 4,48E-14 |
| VPA | 0,3551*** | 0,0477 | 7,4460 | 2,35E-13 |
| DPrefxLPA | -0,7790 | 0,5684 | -1,3710 | 0,1709 |
| DPrefxVPA | -0,0772 | 0,0638 | -1,2100 | 0,2266 |
| R ² | 0,3013 | P-valor Homoced | | 2,49E-27 |
| P-valor F | 1,13E-41 | P-valor Normalidade | | 6,33E-67 |

Fonte: elaborado pelos autores.

* significativo à 10%; ** significativo à 5%; ***significativo à 1%.

Já a análise da Tabela 05 mostra que o FCO_A apresenta diferença de relevância entre as ações ordinárias e preferenciais. Isso porque o coeficiente da variável DPrefxFCO_A se mostrou significativo à 5%. Como seu sinal é negativo isso significa que o FCO_A é menos relevante para a formação de preços das ações preferenciais do que para a formação de preços das ações ordinárias. Isso está sinalizando preliminarmente para a não rejeição de H_1 , ou seja, o FCO é mais relevante para as ações ordinárias do que para as ações preferenciais.

Tabela 05: Resultados do Modelo 2 – FCO_A para todas as ações

| Mod. 2 | Coef | EP | t | p-valor |
|----------------|------------|---------------------|---------|----------|
| Const | 10,2410*** | 0,5250 | 19,5100 | 2,15E-70 |
| FCO_A | 1,4174*** | 0,2865 | 4,9470 | 9,09E-07 |
| VPA | 0,3025*** | 0,0613 | 4,9310 | 9,82E-07 |
| DPrefxFCO_A | -1,1751** | 0,5126 | -2,2920 | 0,0221 |
| DPrefxVPA | 0,0607 | 0,1071 | 0,5661 | 0,5715 |
| R ² | 0,2163 | P-valor Homoced | | 1,70E-33 |
| P-valor F | 8,90E-27 | P-valor Normalidade | | 3,08E-59 |

Fonte: elaborado pelos autores.

* significativo à 10%; ** significativo à 5%; ***significativo à 1%.

Logo, com base nos resultados das Tabelas 04 e 05 percebe-se que apenas em relação ao FCO tem-se diferença significativa de relevância para o mercado de capitais entre ações ordinárias e preferenciais.

4.2 Análise separada dos preços das ações ordinárias e preferenciais

A segunda parte da análise consiste em verificar a relevância do LPA e do FCO_A para as ações ordinárias (Tabelas 06 e 07) e para as ações preferenciais (Tabelas 08 e 09) separadamente. Os resultados apresentados ilustram que tanto o LPA quanto o FCO_A são relevantes para a formação do preço das ações ordinárias. Porém, no caso das ações preferenciais apenas o LPA é relevante. Isso pode ser visto pelo fato de que, no caso das ações ordinárias, tanto o coeficiente do LPA quanto o coeficiente do FCO_A são relevantes. Já, no caso das ações preferenciais, apenas o coeficiente do LPA é significativo à 1%.



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Florianópolis, SC, Brasil
Centro de Eventos da UFSC
12 a 14 de agosto de 2018

Tabela 06: Resultados do Modelo 3 – LPA para as ações ordinárias

| Mod3 | Coef | EP | t | p-valor |
|------------------|------------|----------------------------|---------|----------|
| Const | 10,4140*** | 0,5614 | 18,5500 | 9,83E-63 |
| LPA | 2,9487*** | 0,3901 | 7,5580 | 1,29E-13 |
| VPA | 0,3253*** | 0,0490 | 6,6450 | 6,13E-11 |
| R ² | 0,2657 | P-valor Homoced | | 6,36E-24 |
| P-valor F | 8,81E-26 | P-valor Normalidade | | 1,15E-54 |

Fonte: elaborado pelos autores.

* significativo à 10%; ** significativo à 5%; ***significativo à 1%.

Tabela 07: Resultados do Modelo 4 – FCO_A para as ações ordinárias

| Mod4 | Coef | EP | t | p-valor |
|------------------|------------|----------------------------|---------|----------|
| Const | 10,8992*** | 0,5857 | 18,6100 | 4,75E-63 |
| FCO_A | 1,3761*** | 0,2832 | 4,8600 | 1,45E-06 |
| VPA | 0,2768*** | 0,0625 | 4,4310 | 1,09E-05 |
| R ² | 0,1935 | P-valor Homoced | | 2,45E-26 |
| P-valor F | 4,46E-19 | P-valor Normalidade | | 1,41E-52 |

Fonte: elaborado pelos autores.

* significativo à 10%; ** significativo à 5%; ***significativo à 1%.

Além dos resultados já apresentados ressalta-se que para o caso das ações preferenciais o R² do modelo 06 (com FCO_A) é menor que o R² do modelo 05 (com LPA). Isso mostra que o LPA possui maior poder explicativo para os preços das ações preferenciais do que o FCO_A.

Tabela 08: Resultados do Modelo 5 – LPA para as ações preferenciais

| Mod5 | Coef | EP | t | p-valor |
|------------------|-----------|----------------------------|--------|----------|
| Const | 6,2594*** | 0,9602 | 6,5190 | 9,05E-10 |
| LPA | 2,3876*** | 0,4218 | 5,6610 | 6,93E-08 |
| VPA | 0,3880*** | 0,0679 | 5,7160 | 5,30E-08 |
| R ² | 0,4841 | P-valor Homoced | | 2,01E-06 |
| P-valor F | 1,86E-19 | P-valor Normalidade | | 4,95E-13 |

Fonte: elaborado pelos autores.

* significativo à 10%; ** significativo à 5%; ***significativo à 1%.

Em relação à H₁ observa-se que estes resultados não sustentam completamente a rejeição da hipótese, pois tanto o LPA quanto o FCO_A foram significativos na explicação dos preços das ações ordinárias. Além disso, o R² do Modelo 3 (com LPA) foi superior ao R² do Modelo 4 (com FCO_A). Porém, cabe ressaltar que o FCO_A foi significativo para explicar o comportamento dos preços das ações ordinárias, mas não para explicar o comportamento dos preços das ações preferenciais. Em outras palavras, estes resultados sugerem que, embora o LPA tenha apresentado maior relevância do que o FCO_A para explicar o preço das ações ordinárias, o FCO_A é mais informativo para o preço das ações ordinárias do que em relação a classe de ações preferenciais. Assim sendo, no conjunto das análises observa-se que há indícios para a não rejeição de H₁.

Tabela 09: Resultados do Modelo 6 – FCO_A para as ações preferenciais

| Mod6 | Coef | EP | t | p-valor |
|------------------|-----------|----------------------------|--------|----------|
| Const | 6,7976*** | 0,9926 | 6,8480 | 1,57E-10 |
| FCO_A | 0,4516 | 0,4579 | 0,9863 | 0,3255 |
| VPA | 0,4512*** | 0,0997 | 4,5250 | 1,18E-05 |
| R ² | 0,3440 | P-valor Homoced | | 7,75E-13 |
| P-valor F | 1,60E-12 | P-valor Normalidade | | 2,12E-07 |

Fonte: elaborado pelos autores.



* significativo à 10%; ** significativo à 5%; ***significativo à 1%.

Além disso, estes resultados fazem com que a H_2 não seja rejeitada, ou seja, têm-se evidências de que o LL é mais relevante para as ações preferenciais do que para as ações ordinárias. Isso é demonstrado pela significância apenas do LPA (e não do FCO_A) e pelo fato de que o R^2 do Modelo 5 (com LPA) ter sido superior ao R^2 do Modelo 6 (com FCO_A). Além disso, o R^2 do modelo 5 (LPA para ações preferenciais) é superior ao R^2 do modelo 3 (LPA para ações ordinárias).

Em resumo, os achados da pesquisa indicam que: (i) o LPA possui capacidade informacional para explicar o preço de ambas as classes acionárias, porém, comparativamente, demonstrou maior relevância para as ações preferenciais; e (ii) o FCO_A demonstrou deter poder explicativo apenas para o preço das ações ordinárias, não tendo apresentado significância estatística para os preços dos papéis preferenciais.

5. Conclusão

Essa pesquisa teve como objetivo verificar se o lucro líquido por ação (LPA) e o fluxo de caixa operacional por ação (FCO_A) possuem capacidades distintas de explicar o comportamento dos preços das ações ordinárias e preferenciais negociadas no mercado de capitais brasileiro. Ou seja, procura-se verificar se o LL e o FCO possuem relevância diferente em relação aos dois tipos de ações: ordinárias e preferenciais.

Para tanto, aplicou-se um modelo de análise de relevância para cada variável de interesse (LPA e FCO_A) sempre controlado pelo PL e tendo como variável dependente o preço das ações. Numa primeira análise utilizou-se uma *dummy* multiplicativa para controlar o efeito do tipo de ação na relação do LPA e do FCO_A com o preço das ações. Sendo assim, nesse modelo as ações ordinárias e preferenciais foram tratadas conjuntamente. Depois em uma segunda análise separou-se as amostras pelo tipo de ação e analisou-se de forma segregada a relação entre LPA e FCO_A com o preço das ações ordinárias e depois das ações preferenciais.

Em relação à H_1 , os resultados apresentados ilustram na primeira parte da análise que o FCO_A é menos relevante para a formação de preços das ações preferenciais do que para a formação de preços das ações ordinárias. Na segunda parte da análise, observa-se que tanto o LPA quanto o FCO_A são relevantes para a formação do preço das ações ordinárias. Porém, no caso das ações preferenciais apenas o LPA é relevante. Além disso, o R^2 do Modelo 3 (com LPA) foi superior ao R^2 do Modelo 4 (com FCO_A).

Cabe ressaltar que o FCO_A foi significativo para explicar o comportamento dos preços das ações ordinárias, mas não para explicar o comportamento dos preços das ações preferenciais. Esses resultados sugerem que, embora o LPA tenha apresentado maior relevância do que o FCO_A para explicar o preço das ações ordinárias, o FCO_A é mais informativo para o preço das ações ordinárias do que em relação a classe de ações preferenciais. Logo, concluiu-se que há indícios que sustentam a não rejeição de H_1 , ou seja, o FCO é mais relevante para as ações ordinárias do que para as ações preferenciais.

Já em relação à H_2 , apesar dos resultados da primeira análise indicarem que o LPA é igualmente relevante para a explicação dos preços de ações ordinárias e preferenciais, observa-se que na segunda análise o LPA é mais capaz de explicar o comportamento dos preços das ações preferenciais do que o FCO_A, pois apenas o LPA foi significativo e seus modelos apresentaram maior capacidade de explicação do comportamento do preço das ações preferenciais, tanto na comparação com o FCO_A quanto na comparação do uso do LPA para ações ordinárias e preferenciais. Sendo assim, têm-se indícios de evidências que sugerem a não rejeição de H_2 .

Com a não rejeição tanto de H_1 quanto de H_2 , pode-se sugerir que os resultados da presente pesquisa corroboram os achados de Malacrida (2009). Pois, considerando a



associação entre o retorno futuro e o FCO corrente das companhias, é possível que os acionistas votantes se preocupem mais com o futuro e a continuidade da organização, o que pode fazer com que tais investidores atribuam um nível maior de relevância aos indicadores associados a retornos futuros, como é o caso do FCO.

Analogamente, é possível que os acionistas preferencialistas valorizem mais a distribuição de dividendos e, assim, atribuam maior relevância aos indicadores associados ao retorno corrente, como o lucro líquido. Complementado por Sarlo Neto (2009), os resultados da presente pesquisa indicam ainda que como o benefício principal da ação preferencial está relacionado ao recebimento de dividendos, é possível que tanto o retorno corrente quanto o lucro corrente sejam considerados relevantes pelos investidores em ações preferenciais.

Além disso, os achados do presente estudo estão alinhados com as ideias de Glautier e Underdown (2001), que indicam a relevância da variável lucro líquido para o investidor com papéis preferenciais e, de Fonteles et al. (2012), que indicam um alinhamento entre os interesses dos acionistas preferenciais e o lucro corrente, em função do incentivo à distribuição de dividendos no Brasil.

Assim, o presente estudo buscou ampliar o foco da discussão das diferenças entre ações ordinárias e preferenciais. Logo, os resultados são relevantes para que as empresas possam entender quais informações são relevantes para cada tipo de investidor e o que faz com que cada tipo de ação seja mais interessante em momentos diferentes da empresa.

Para estudos futuros sugere-se expandir a discussão para outros mercados, principalmente latinos, que utilizem dois tipos de ações. Por fim, seria ainda interessante verificar a relação entre estágios de ciclo de vida das empresas (muito relacionados com a geração de fluxo de caixa) com os retornos obtidos por ações preferenciais e ordinárias, visando verificar se em períodos de maior fluxo de caixa existe maior retorno para as ações ordinárias em detrimento das ações preferenciais.

Referências

- Adams, R., & Ferreira, D. (2008). One Share-One Vote: The Empirical Evidence. *Review of Finance*, 12(1), 51–91. <https://doi.org/10.1093/rof/rfn003>
- Almeida, D. L., de Souza C., P., & Martins, E. (2016). Ações preferenciais brasileiras: passivos financeiros ou instrumentos patrimoniais? *Enfoque*, 35(1), 129.
- Arantes, B. R., Lima, Á. V., & Carvalho, F. A. A. (2012). Um estudo sobre a relação entre ações preferenciais e valor de mercado das empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(2), 181-200.
- Assaf Neto, A. (2001). *Mercado Financeiro*. 4. ed. São Paulo: Atlas.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting incomedifferences. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178.
- Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J. T., & Nikolaev, V. (2016). Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 121(1), 28–45. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2016.03.002>
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., David, M., & Rotta, U. A. S. (2009). A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, USP São Paulo. 16(3), 65-79.
- Batista, T. C., Oliveira, J. F. de, & Macedo, M. A. D. S. (2017). Relevância da informação contábil para o mercado brasileiro de capitais: uma análise comparativa entre lucro líquido, lucro abrangente e fluxo de caixa operacional. *RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 16(1), 381. <https://doi.org/10.18593/race.v16i1.12052>
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 67–92.



- Bernardo, H. P. (2001). *Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais—um estudo de evento*. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Brito, G. A. S., & Assaf Neto, A. (2008). A model for the classification of companies credit risk. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(46), 18-29.
- Camargos, M. A., & Romero, J. A. R. (2006). Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro a eventos corporativos: teste conjunto da hipótese de eficiência do mercado. *REGE Revista de Gestão*, 13(3), 57-74.
- Caselani, C. N., & Eid Jr., W. (2008). Fatores Microeconômicos e Conjunturais e a Volatilidade dos Retornos das Principais Ações Negociadas no Brasil. *RAC-Eletrônica*, 2(2).
- Chagas, S. L. (2005). *Breve Estudo Sobre a Natureza das Ações Preferenciais*. IE Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/trabacademicos/anexos/Sandro_Luiz_da_Silva_Chagas-acoespreferenciais.pdf. Acesso em: 10 abr. 2017.
- Charitou, A., Clubb, C., & Andreou, A. (2000). The value relevance of earnings and cash flow: empirical evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 11(1), 1–22.
- Coelho, F. U. (2007). *Manual de direito comercial: direito de empresa*. Saraiva.
- Collins, D., & Kothari, S. (1989). A theoretical and empirical analysis of determination of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2), 143–181.
- Corrar, L. J., Paulo, E., & Dias Filho, J. M. (2007). *Análise multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia*. São Paulo: Atlas, 280-323.
- Costa, F. M. da, & Lopes, A. B. (2007). Ajustes aos US-GAAPs: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(spe), 45–57. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000300005>
- Costa Junior, N. C. A., & Neves, M. B. E. (2000). Variáveis fundamentalistas e retornos das ações. *Revista Brasileira de Economia*, 54(1), 123-137.
- Cunha, M. F., & Lustosa, P. R. B. (2007). Medidas de desempenho: um estudo sobre a importância do lucro contábil e do fluxo de caixa das operações no mercado de capitais brasileiro. In *Anais do XXI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*. Rio de Janeiro: Anpad.
- Easton, P. D., & Harris, T. S. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1), 19–36.
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The journal of finance*, 46(5), 1575-1617.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- Galdi, F. C., & Lopes, R. F. (2011). Avaliação de ações e números contábeis: aplicação dos modelos de Zhang (2000) e Zhang e Chen (2007) no mercado brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, 9(1), 131–157.
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. Editora Atlas SA.
- Glautier, M. W. E., & Underdown, B. (2001). *Accounting theory and practice*. Pearson Education.
- Gonçalves, J. C., Rodrigues, A., & Macedo, M. A. S. (2014). Poder explicativo de variáveis contábeis no preço das ações das companhias elétricas em ambiente de IFRS. *Revista Ambiente Contábil*, 6(1), 219.
- Grando, T., Brunozi Júnior, A. C., Machado, D. G., & Zanini, F. (2016). Empresas Dual



Class: Um estudo do impacto no valor das empresas Brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 67-86.

- Gujarati, D. (2006) *Econometria Básica*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.
- Hair Jr., J. F. (2009) *Análise Multivariada de Dados*. Porto Alegre: Artmed/Bookman,
- Hendriksen, E. S.; Van Breda, M. F. (2010). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Iudícibus, S., Martins, E., Gelbcke, E. R., & Santos, A. (2010). *Manual de contabilidade societária*. São Paulo: Atlas.
- Iudícibus, S. (2010). *Teoria da contabilidade*. 10 ed. São Paulo: Atlas.
- Lang, M., Raedy, J. S., & Yetman, M. H. (2003). How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 363-386.
- Lopes, A. B. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o Modelo de Ohlson aplicado à Bovespa*. Tese Doutorado em Controladoria e Contabilidade. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.
- Macedo, M. A. S., Machado, M. A. V., & Machado, M. R. (2013). Análise da relevância da informação contábil no Brasil num contexto de convergência às normas internacionais de contabilidade. *Revista Universo Contábil*, 9(1), 65.
- Macedo, M. A. D. S., Machado, M. R., Murcia, F. D. R., & Machado, M. A. V. (2012). Análise da relevância do ebitda versus fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais. *ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), 99-130.
- Macedo, M. A. S., Machado, M. A. V., Murcia, F. D. R., & Machado, M. R. (2011). Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do value-relevance. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(4), 299-318. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000300005>
- Malta, T. L., & Camargos, M. A. (2016). Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. *REGE*, 23(1), 52-62.
- Malacrida, M. J. C. (2009). *A relevância do lucro líquido versus fluxo de caixa operacional para o mercado de ações brasileiro*, 154. Disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-27032009-121238/es.php>.
- Martins, O. S., & Paulo, E. (2014). Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 33-45. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000100004>
- Miller, M. H.; Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Morais, A. I.; Curto, J. D. (2008). Accounting quality and the adoption of IASB standards – portuguese evidence. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19 (48), 103-111.
- Moreiras, L. M. F., Tambosi Filho, E. & Garcia, F. G. (2009). Dividendos, Informação Assimétrica e Conflito de Agência: Comparação entre o Novo e o Mercado Tradicional. *Pensamento e Realidade*, 24(2).
- Sarlo Neto, A. (2009). *Relação entre a Estrutura de Propriedade e a Informatividade dos Lucros Contábeis no Mercado Brasileiro*, 180.
- Sarlo Neto, A., Lopes, A. B., & Costa, F. M. da. (2008). o Conteúdo Informativo da Contabilidade: Um Estudo sobre o Impacto da Divulgação das Informações Contábeis no Mercado Brasileiro abordando o Efeito Liquidez. *VI Encontro Brasileiro de Finanças*.
- Sarlo Neto, A., Teixeira, A. J. C., Loss, L., & Lopes, A. B. (2005). O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 46-58. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772005000100004>



- Shang, C. L., Gao, J., & Zhang, H. (2013). The Impact of Separation of Control and Cash Flow Rights on Diversification - Evidence from China. *International Journal of Finance & Accounting Studies*, 1(1), 9-16.
- Villaschi, A. W., Galdi, F. C., & Nossa, S. N. (2011). Análise fundamentalista para seleção de uma carteira de investimento em ações com baixa razão book-to-market. *BASE. Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 8(4), 325–337.