

# DIFERENÇA DE PREÇOS ENTRE AS AÇÕES ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS: INFLUÊNCIA DOS FATORES GOVERNANÇA CORPORATIVA, LIQUIDEZ E POLÍTICA DE DIVIDENDOS

## *PRICE DIFFERENCE BETWEEN COMMON AND PREFERRED SHARES: INFLUENCE OF FACTORS OF CORPORATE GOVERNANCE, LIQUIDITY AND DIVIDEND POLITICS*

VANESSA RABELO DUTRA<sup>1</sup>, PAULO SERGIO CERETTA<sup>2</sup> E OSCAR CLAUDINO GALLI<sup>3</sup>

Recebido em: 13/02/2011

Aprovado em: 02/05/2011

### RESUMO

Este trabalho tem como objetivo identificar a influência dos fatores governança corporativa, liquidez e política de dividendos na diferença de preços entre as ações ordinárias e preferenciais das empresas brasileiras listadas na Bovespa. Esta pesquisa justifica-se pelo fato de as ações ordinárias e preferenciais apresentarem política de distribuição de dividendos distinta, bem como liquidez diferenciada e necessitarem cumprir exigências segundo as boas práticas de governança corporativa. Dessa forma, espera-se que tais fatores influenciem na diferença de preços entre essas classes de ações. Este estudo empírico investiga uma amostra de 140 empresas através da análise de regressão múltipla, utilizando-se o método *Stepwise*. Os resultados apresentam um coeficiente de determinação de 0,425 e um coeficiente de determinação ajustado de 0,40, ou seja, 40% da variação na diferença de preços entre as classes de ações é explicada pelo conjunto de variáveis selecionadas. **Palavras-chave:** Diferença de preços; Governança corporativa; Liquidez; Dividendos.

### ABSTRACT

*This study aims to identify the influence of corporate governance, liquidity and dividend policy of the price difference between the common and preferred shares of Brazilian companies listed on Bovespa. This research is justified by the fact that the common and preferred shares present policy of distributing dividends distinct and different and need liquidity to meet requirements in accordance with good corporate governance practices. Thus, it is expected that such factors influence the price difference between these classes of shares. This empirical study investigates a sample of 140 companies using multiple regression analysis by the Stepwise method. The results showed a determination coefficient of 0.425 and a determination coefficient of 0.40, ie 40% of the variation of the price difference between the classes of shares is explained by the set of selected variables.*

**Keywords:** *Difference of prices; Corporate governance; Liquidity; Dividend policy.*

<sup>1</sup> Mestre em Administração pela Universidade Federal de Santa Maria (2007). Atualmente é professora da Universidade Federal do Pampa.

<sup>2</sup> Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina (2001). Atualmente é professor adjunto da Universidade Federal de Santa Maria.

<sup>3</sup> Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina (1998). Atualmente é professor associado da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

## 1 Introdução

A sociedade, cada vez mais, vem impondo às empresas padrões de comportamento. Na área financeira, esses padrões estão se tornando mais evidentes, principalmente quando se trata da equidade no tratamento de seus acionistas. No mercado, as empresas são forçadas a desenvolver estratégias e diferenciais a fim de se tornarem mais competitivas, em vista de satisfazerem a função de maximização da riqueza dos acionistas, a qual, em empresas de capital aberto, segundo Rudge (1998), é representada pelo preço das ações.

Segundo Silveira (2002), o atual cenário da economia capitalista pode ser caracterizado pelo contexto vivido no século XX. Neste cenário, o mercado de capitais se desenvolveu substanciando uma considerável parcela do financiamento das empresas privadas que, por sua vez, propiciaram o ambiente das corporações modernas, redefinindo papéis nas organizações e pulverizando o controle acionário.

Lanzana (2004) destaca que, neste novo ambiente, vislumbra-se uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, pela fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão, unindo acionistas e administração na busca de soluções para os problemas de agência.

É natural que investidores esperem a valorização de suas ações e, consequentemente, o aumento de riqueza, exigindo garantias de que as atitudes e decisões dos gestores da empresa estejam de acordo com os seus interesses. Dessa forma, La Porta et al. (2000) constataram que grandes empresas de países com fraca proteção legal aos investidores apresentam dificuldade na captação de recursos. Para minimizar esses conflitos entre tomadores de decisão e fornecedores de recursos, surgem mecanismos que visam alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas em geral. Esses mecanismos recebem o nome de Governança Corporativa e têm recebido destaque em

estudos na área de finanças, nos últimos anos. Portanto, também é natural esperar que os mecanismos de boa governança influenciem a diferença de preços entre as classes de ações.

Outro aspecto que influencia a diferença de preços entre as ações é a liquidez das mesmas. Amihud e Mendelson (1991) enfatizam que a liquidez é um importante fator para fixar preços, e seu efeito é semelhante ao efeito do risco.

No Brasil, é importante destacar a baixa liquidez das ações ordinárias. De acordo com Procianny e Caselani (1997), essa tem sido a estratégia concentradora do grupo controlador, que não deseja vender suas ações, sob pena de diluir a participação na empresa ou mesmo perder o controle dela. Conforme constata Benjó Neto (1996), os acionistas desejam controlar e possuir força de voto e, assim, fazer frente às decisões da companhia. Portanto, como o mercado percebe o efeito da liquidez, a companhia incorpora aumentos de preços nas ações preferenciais proporcionais a essa valorização.

A diferença nos preços entre as ações ordinárias e preferenciais também pode ser consequência da política de dividendos adotada pela empresa. Nesse sentido, Damodaran (2004, p. 551) destaca que “a mudança nos dividendos permite que a empresa sinalize para o mercado o quão é a sua segurança a respeito do seu fluxo de caixa futuro”.

Nesse contexto, este artigo tem como principal objetivo identificar a influência dos fatores governança corporativa, liquidez e política de dividendos na diferença de preços entre as ações ordinárias e preferenciais das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa).

## 2 Ações ordinárias e preferenciais: algumas diferenças

Rudge (1998) destaca que, de acordo com a classificação da Bovespa, as ações são conceituadas como títulos nominativos negociáveis que representam, para quem as

possui, uma fração do capital social de uma empresa. As ações podem ser classificadas em duas espécies: i) ordinárias (ON) e ii) preferenciais (PN). As ações ordinárias são aquelas que concedem àqueles que as possuem o poder de voto nas assembleias deliberativas da companhia, enquanto as ações preferenciais são as que oferecem preferência na distribuição de resultados ou no reembolso do capital, em caso de liquidação da companhia, não concedendo, salvo exceção, o direito de voto.

Segundo Assaf Neto (1999), as ações ordinárias são as que comandam a assembleia de acionistas de uma empresa, conferindo ao seu titular o direito de voto. Os acionistas ordinários podem eleger e destituir os membros da diretoria e do conselho fiscal, podendo decidir sobre os lucros da companhia e até mesmo reformar o estatuto social.

Rudge (1998) enfatiza que, como o número de votos é o que afirma as decisões da companhia, o aumento da procura por esta espécie de ações deverá apresentar reflexos diretos no movimento desses votos.

Por outro lado, aos acionistas preferenciais confere-se a prioridade na distribuição do dividendo e no reembolso do capital, independente do prêmio ou da acumulação dessas vantagens. Entretanto, o acionista preferencial não possui direito de voto. O dividendo geralmente se refere a uma distribuição de lucro em dinheiro que, pago aos acionistas, representa um retorno sobre o capital fornecido direta ou indiretamente à sociedade. Complementando, Brealey e Myers (2005) acrescentam que os dividendos devem ser pagos antes que a empresa possa pagar um dividendo sobre ações ordinárias, tendo ciência de que o não pagamento de dividendos preferenciais marcará a empresa perante os investidores, pois essa política seguramente não é bem vista pelo mercado.

Importantes pesquisas foram realizadas no estudo conjunto sobre as ações ordinárias e preferenciais, como os de Freire e Lemgruber (1989), que investigaram eventuais imperfeições na formação de pre-

ços e retornos das ações ordinárias e preferenciais de quatro companhias abertas brasileiras. O estudo abrangeu o período de 1979 a 1988. Os autores concluíram que, dentre as quatro companhias, apenas uma não possuía ações ordinárias com preços de negociação superiores às ações preferenciais.

Terra (1993), utilizando a amostra do estudo de Freire e Lemgruber (1989), investigou em que medida o poder diferenciado de voto é um fator determinante na diferença de preços entre duas espécies de ações de uma mesma empresa, constituindo, assim, três fatores a serem testados. O primeiro constitui-se na liquidez diferenciada entre as espécies de ações; o segundo é a influência da proximidade da data das assembleias de acionistas sobre os preços das espécies de ações com e sem direito a voto; e o terceiro, a influência do mercado de opções de compras sobre a negociação de apenas uma das espécies de ações de determinada companhia.

Terra (1993) concluiu que, analisadas isoladamente pela estatística “t”, a liquidez e a proximidade da data das assembleias demonstram influência significativa na explicação da variável Dependente (diferença de preços), enquanto a proximidade da data de vencimento do mercado de opções não foi significativa. Entretanto, os resultados da variável de liquidez tornam-se contraditórios à medida que se procedem aos testes de hipóteses, pois a amostra fica dividida, uma vez que duas empresas mantiveram tal resultado e duas frustraram tal hipótese, não mais se podendo afirmar a existência da diferença de preços. Em resumo, conclui-se que tais fatores mostram-se significativos, porém insuficientes para explicar o fenômeno na amostra estudada.

## 2.1 Governança corporativa

Governança corporativa é um tema novo na Academia, especificamente na área de finanças. Zingales (1998) enfatiza que o termo governança corporativa não existia na literatura de administração de empresas no

início dos anos 1980. Escândalos corporativos em empresas norte-americanas serviram como estimulantes para os estudos de mercado e, principalmente, para a Academia, na qual este tema atualmente é considerado foco na alta gestão mundial (SILVEIRA, 2004).

La Porta et al. (2000) definem governança como o conjunto de mecanismos pelos quais os investidores externos se protegem contra a expropriação dos internos (gestores/controladores). Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo o relacionamento entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. Nelson (2005) complementa esse conceito, definindo a governança como um jogo de confinamentos entre os gerentes e os acionistas, enquanto eles negociam para determinar como o valor da firma deve ser alocado.

No cenário nacional, a forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas, com uma ausência quase total de empresas com estrutura de propriedade pulverizada. Monaco (2000, p. 133 apud Silveira, 2002) complementa essa característica da governança, apresentando estatísticas que demonstram que controladores detêm, em média, 88% das ações com direito a voto emitidas.

Lanzana (2004) destaca que, no Brasil, os conselheiros profissionais e independentes começaram a surgir, basicamente, em resposta à necessidade de atrair capital e fontes de financiamento para a atividade empresarial, o que foi acelerado pelo processo de globalização e pelas privatizações de empresas estatais. Diversos organismos e instituições internacionais priorizam a governança corporativa, relacionando-a a um ambiente institucional equilibrado, à política macroeconômica de boa qualidade e, assim, estimulando sua adoção em nível internacional, tornando esse fator positivo, em prol da transparência da organização.

Nesse contexto e objetivando maior competitividade do mercado de capitais brasileiro, a Bovespa definiu um conjunto de regras, normas e práticas de conduta para as empresas, bem como para seus administradores e controladores. Tal ação foi motivada pelo consenso internacionalmente reconhecido de que a valorização e a liquidez das ações em mercado são influenciadas pela consistência e pelo grau de segurança concedido aos seus acionistas, assim como pela disponibilidade e clareza nas informações prestadas ao mercado. Esse conjunto consolidado tornou-se um regulamento capaz de medir o grau de compromisso de uma empresa através dos chamados Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC).

Algumas empresas, conscientes dessa nova conjuntura, já exercem atitudes voluntárias para melhorar sua estrutura de governança. Silveira (2004) confirma a necessidade da adoção das práticas de governança ao enfatizar que as pesquisas têm evidenciado que uma melhor governança corporativa leva a companhia a ser mais bem avaliada pelo mercado e a obter melhor desempenho operacional

Bertucci, Bernardes e Brandão (2005) ressaltam que as práticas de governança adotam como linhas mestras a equidade, a transparência (*disclosure*) e a prestação de contas (*accountability*). Essas atitudes formam a expressão “boas práticas de governança corporativa”, que é bastante abrangente e refere-se a essa série de novas e complexas exigências que permeiam as áreas contábeis e administrativas.

Segundo Bushman, Piotroski e Smith (2004) a transparência pode ser definida como a abrangente disponibilidade de informação relevante e confiável sobre o desempenho periódico, a situação financeira, as oportunidades de investimento, a governança, o valor e o risco das empresas de capital aberto.

No tocante ao *disclosure*, Silva, Oliveira Filho e Nóbrega (2004) destacam que a transparência com a qual as empresas disponibilizam informações ao mercado tem

sido reconhecida como um dos principais pilares das boas práticas de governança, pois, ao mesmo tempo em que democratiza o acesso às informações, atende a um outro requisito da boa governança: a equidade no tratamento de todos os acionistas.

De acordo com Haley e Palepu (2001) um aumento voluntário de *disclosure* aumenta, conseqüentemente, a liquidez das ações e a cobertura por parte dos analistas de mercado e reduz o custo de capital. O aumento da liquidez, através da redução da assimetria de informações, reduz a vantagem informacional de um grupo sobre o outro (AMIHU; MENDELSON, 1991; DIAMOND; VERRECCHIA, 1999), mostrando ao mercado que as ações da empresa estão sendo negociadas a preço justo.

## 2.2 Liquidez

Desde que as principais idéias, apresentadas por Markowitz (1952), Tobin (1958), Sharpe (1964), Lintner (1965), Mossin (1966) e Black (1972), resultaram no *capital asset pricing model* (modelo de precificação de ativos financeiros ou CAPM), os acadêmicos e práticos de finanças passaram a dispor de uma ferramenta simples, que propunha uma relação linear simples entre o retorno esperado de um ativo e o seu risco sistemático (expresso através do beta) (BRUNI; FAMÁ, 1998).

Avançando nos estudos do CAPM, Sharpe, Alexander e Bailey (1995) apresentam um dos principais fatores ausentes no CAPM: a liquidez, que pode ser expressa, segundo Hodrick e Moulton (2005), através do conceito de que um ativo é perfeitamente líquido se ele puder ser negociado imediatamente a um preço não pior que o valor esperado e na quantidade desejada. Nesse conceito, os autores evidenciam, claramente, as três amplitudes necessárias para que o ativo seja líquido: a quantidade, a agilidade e o preço.

Segundo Amihud e Mendelson (1991) a liquidez é um importante fator para fixar preços, além de ser um atributo chave dos bens de capital. Este, por sua vez, é for-

temente afetado pela precificação, em que o efeito da liquidez pode ser associado ao efeito do risco na precificação dos ativos. Investidores adversos ao risco requerem retornos esperados maiores, em contrapartida dos níveis crescentes de risco. Portanto, os investidores preferem concentrar seus investimentos em ativos líquidos, que podem ser negociados rapidamente e com um baixo custo de transação. Os investimentos com menor liquidez oferecem altas expectativas para atrair investidores.

Amihud (2002) argumenta que a liquidez não pode ser diretamente observável e que possui um número de aspectos que não podem ser capturados em uma única medida. Segundo Fernandez (1999, apud Porter, 2003), a liquidez, não é definida nem medida como um padrão absoluto, mas em uma escala, que incorpore os elementos chave do volume, do tempo e dos custos de transação. A liquidez, de acordo com Pastor e Stambaugh (2002), pode, então, ser definida por três dimensões que incorporam estes elementos: *resiliency*, *depth* e *breadth*.

A medida *resiliency* confia no princípio de que a ordem do fluxo induz a maiores reversões do retorno quando a liquidez de mercado é baixa, como em Pastor e em Stambaugh (2002). O segundo tipo de medida de liquidez tenta capturar a profundidade do mercado e reflete o impacto médio do preço por unidade de volume negociado, chamado *depth*. Esta medida é relacionada à usada por Amihud (2002). O terceiro tipo, *breadth*, reflete a largura do mercado e é derivado da microestrutura dos dados em propagações individuais das ações *bid/ask spreads*.

Em um estudo preparado para a Bovespa, Carvalho (2003) detecta que a migração das empresas para os níveis de governança da Bovespa tem impacto sobre a valoração dos preços, aumenta o volume de negociação e aumenta a liquidez. O autor afirma ainda que baixa liquidez reflete em baixa avaliação de mercado, desestimulando a empresa a captar recursos. Como a liquidez depende muito do

número de participantes no mercado, a presença de investidores minoritários constitui uma condição importante para o desenvolvimento do mercado líquido.

Portanto, como as diferentes espécies (ordinárias e preferenciais) podem apresentar níveis de liquidez diferenciada, e, sendo a liquidez precificada, espera-se que influencie na diferença de preços entre as ações ON e PN.

### 2.3 Política de dividendos

A política de dividendos representa, por parte dos gestores, uma das mais importantes decisões a serem tomadas, ou seja, distribuir ou reter os lucros gerados pela empresa, visando à maximização da riqueza do investidor (FIRMINO et al., 2004).

Segundo Fortuna (2005, p. 567), dividendo é a distribuição de parte dos lucros da empresa, em moeda, aos seus acionistas, em que, por lei, deve ser distribuído, no mínimo, 25% do lucro líquido do exercício. Pinheiro (2005) complementa, enfatizando que os lucros devem ser distribuídos na proporção da quantidade de ações possuídas. Normalmente, é resultado dos lucros obtidos por uma empresa no exercício corrente ou em exercícios passados. Permanecendo na empresa, o dividendo é creditado ao acionista, mesmo que esse não vá recebê-lo.

Segundo De Angelo, De Angelo e Skinner (2000), os dividendos representam um fator proeminente na teoria de finanças corporativas. Os autores enfatizam que os numerosos estudos sobre dividendos apresentam cenários nos quais gestores usam dividendos para converter informações sobre a lucratividade das firmas.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002) o tipo mais comum de dividendo ocorre sob a forma de pagamento em dinheiro. As companhias abertas geralmente pagam dividendos regulares, podendo pagar um dividendo regular e um dividendo extraordinário. Outro tipo de dividendo, chamado bonificação, é pago com ações. Ele não é um dividendo real, pois não há saída de caixa da empresa; entretanto, uma

bonificação aumenta o número de ações existentes, reduzindo, assim, o valor de cada ação.

Quando as organizações pagam dividendos, extras ou regulares, elas reduzem seu patrimônio líquido e ficam com menos recursos para investimentos. De acordo com Perlmuth (1995, p. 635), a empresa não necessariamente tem de ganhar dinheiro no ano corrente para pagar dividendos, uma vez que usa previsões para reter ganhos anuais para o pagamento de dividendos em dinheiro.

Todavia, há uma controvérsia na literatura financeira quanto ao impacto dos dividendos sobre o valor de mercado das empresas. A abordagem tradicional considera que uma elevação nos níveis de distribuição de dividendos é suficiente para alterar o valor de mercado das ações, sendo, portanto, relevante possuir uma política de dividendos.

Firmino, Santos e Matsumoto (1997) destacam que os estudos de Graham e Dodd, na década de 1930, foram pioneiros na defesa do fluxo de dividendos como critério de seleção de ações para formação de carteiras, aludindo à distribuição de resultados como meio de elevar o valor das ações. Esses autores afirmam que os dividendos têm, em média, quatro vezes o impacto nas cotações de um dólar de lucros retidos.

Gitman (1997) destaca que, posteriormente, a política de relevância dos dividendos foi atribuída a Myron Gordon e a John Litner. Nesse estudo, sugeriu-se que os acionistas preferem dividendos correntes e que há, de fato, uma relação direta entre a política de dividendos da empresa e seu valor de mercado, atendendo ao pressuposto fundamental da teoria da relevância de dividendos.

Contudo, essa linha foi atacada pelos contra-argumentos de Miller e Modigliani (1961), que demonstraram a irrelevância dos dividendos. A partir dos questionamentos levantados por esses autores, vários estudos foram realizados, introduzindo variáveis anteriormente desprezadas, como, por exemplo, os impostos, com a

intenção de verificar se é importante para a empresa ter uma política de dividendos.

Posteriormente, Elton e Gruber (1970) avaliaram se o comportamento das ações estava de acordo com o efeito clientela, proposto inicialmente por Miller e Modigliani (1961). Investidores que pagam uma taxa elevada de impostos sobre dividendos preferem que as empresas reinvestam os lucros obtidos, ao invés de distribuí-los aos acionistas. Em contrapartida, os investidores com menores tributação preferem que as empresas reinvestam valores baixos e distribuam a maior parte de seus lucros através do pagamento de dividendos. Assim, os investidores escolhem onde irão aplicar seus recursos, conforme suas características, e as empresas, por sua vez, adaptam as suas políticas de dividendos de acordo com as preferências de seus investidores, criando o efeito clientela.

Muitos confrontos de estudos têm ocorrido ao longo do tempo. Notavelmente, Black e Scholes (1974) não encontram nenhuma evidência de efeito do dividendo, enquanto Litzenberger e Ramaswamy (1982) encontram um efeito significativo. Muitos outros conflitos relacionam-se a esses estudos, mas, como destacam Dong, Robinson e Veld (2005), o campo das finanças não alcançou, ainda, um consenso no efeito da política do dividendo no valor da empresa.

No Brasil, Correia e Amaral (2002) analisaram o impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa. Os autores investigaram o período compreendido pelos anos de 1994 a 2000, concluindo que a política de dividendos causa impacto sobre o valor de mercado das ações.

Como as ações ordinárias e preferenciais podem apresentar políticas de distribuição de dividendos diferentes, essa distribuição poderá influenciar a diferença de preços entre as ações ordinárias e preferenciais.

### 3 Método

#### 3.1 Amostra

Foram objeto de estudo as empresas negociadas na Bovespa, em 29/12/2005, através da base de dados Economática®. Para fazer parte do estudo, a empresa deveria apresentar ações ON e PN que tivessem sido negociadas em 29/12/2005. Como algumas empresas apresentaram mais de um tipo de ações PN, optou-se por avaliar as diferenças entre a ação ON e cada uma das ações PNA, PNB, PNC, PND, PNE, PNF e PNG, para estas empresas. Assim, a amostra foi constituída por 140 diferenças de preços entre ações correspondentes a 119 empresas.

#### 3.2 Definição das variáveis

A variável Dependente é a diferença de preço entre as classes de ações, definida da seguinte maneira:  $\Delta P_i = [(P_{ON} - P_{PN}) / P_{PN}] * 100$ . Para tal equação,  $P_{ON}$  é o preço de fechamento, em 29/12/2005, da ação ordinária da empresa  $i$ ; e  $P_{PN}$  é o preço de fechamento, em 29/12/2005, da ação preferencial da empresa  $i$ .

As variáveis independentes foram definidas de maneira a abarcar os fatores governança corporativa, política de dividendos e liquidez, sugeridas pela literatura e encontradas no referencial teórico.

Para o fator liquidez, foram definidas as variáveis Volume Financeiro, Quantidade de Títulos, Quantidade de negócios, *Spread* e *Turnover*, calculadas da seguinte maneira: a variável Independente Volume pode ser definida como  $Vol_i = [(Vol_{ON} - Vol_{PN}) / Vol_{PN}] * 100$ , sendo que  $Vol_{ON}$  define-se como volume financeiro, em reais, negociados em 29/12/2005, para as ações ordinárias da empresa  $i$ ,

e  $Vol_{PN}$ , o volume financeiro, em reais, negociados em 29/12/2005, para as ações preferenciais da empresa  $i$ .

A variável Quantidade de Títulos é definida por:  $Q_i = [(Q_{ON} - Q_{PN})/Q_{PN}] * 100$ , onde  $Q_{ON}$  é a quantidade de títulos negociados, em 29/12/2005, para as ações ordinárias da empresa  $i$ , e  $Q_{PN}$  é a quantidade de títulos negociados, em 29/12/2005, para as ações preferenciais da empresa  $i$ .

Para o cálculo da quantidade de negócios, utilizou-se a seguinte fórmula:

$Neg = [(Neg_{ON} - Neg_{PN})/Neg_{PN}] * 100$ , onde  $Q_{ON}$  é a quantidade de negócios, em 29/12/2005, para as ações ordinárias da empresa  $i$ , e  $Q_{PN}$  é a quantidade de negócios, em 29/12/2005, para as ações preferenciais da empresa  $i$ .

O *spread* foi determinado pela equação que segue:

$\Delta Sp_i = \frac{[(Max_{ON} - Min_{ON})/Med_{ON}] - [(Max_{PN} - Min_{PN})/Med_{PN}]}{(Max_{PN} - Min_{PN})/Med_{PN}}$ , onde  $Max_{ON}$  é o preço máximo da ação ordinária, em 29/12/2005, da empresa  $i$ .  $Min_{ON}$  é o preço mínimo da ação ordinária, em 29/12/2005, da empresa  $i$ .  $Med_{ON}$  é o preço médio da ação ordinária, em 29/12/2005, da empresa  $i$ .  $Max_{PN}$  determina o preço máximo da ação preferencial, em 29/12/2005, da empresa  $i$ .  $Min_{PN}$  é o preço mínimo da ação preferencial, em 29/12/2005, da empresa  $i$  e  $Med_{PN}$  é o preço médio da ação preferencial, em 29/12/2005, da empresa  $i$ .

O *turnover* foi calculado a partir da fórmula que segue:

$Turn = [((QAN_{ON}/QAE) - (QAN_{PN}/QAE))/(QAN_{PN}/QAE)] * 100$ , onde  $QAN_{ON}$  é a quantidade de ações negociadas, em 29/12/2005, para as ações ordinárias da empresa  $i$ , QAE, a quantidade de ações existentes, em 29/12/2005, para as

ações da empresa  $i$ , e  $QAN_{PN}$ , a quantidade de ações negociadas, em 29/12/2005, para as ações preferenciais da empresa  $i$ .

Com relação ao fator Política de Dividendos, a primeira variável definida foi a do Dividendo *Yield*, sendo expressa por

$DivY = [(DPA_{ON}/P_{ON}) * 100] - [(DPA_{PN}/P_{PN}) * 100]$ , onde  $DPA_{on}$  é o dividendo por ação, pago às ações ordinárias da empresa  $i$ ,  $DPA_{PN}$ , o dividendo por ação, pago às ações preferenciais da empresa  $i$ ,  $P_{ON}$  é o preço da ação ordinária da empresa  $i$  e  $P_{PN}$  é o preço da ação preferencial da empresa  $i$ .

Após o cálculo do Dividendo *Yield*, parte-se para o cálculo da diferença dos dividendos pagos para as ações ordinárias e preferenciais:  $\Delta DPA = DPA_{ON} - DPA_{PN}$ , onde  $DPA_{ON}$  é o dividendo por ação, pago às ações ordinárias da empresa  $i$ , e  $DPA_{PN}$  é o dividendo por ação, pago às ações preferenciais da empresa  $i$ .

Para definir a concentração acionária, importante fator de governança corporativa, faz-se necessária a identificação das variáveis nomeadas Maior Acionista Geral e Quantidade de Ações Ordinárias.

A partir da variável Maior Acionista Ordinário, buscou-se identificar o percentual de controle exercido por um único acionista na empresa  $i$ . A fórmula para esta variável está definida abaixo:

$Mao = (Qao_{MA}/Qao_{TO}) * 100$ , onde  $Qao_{MA}$  é a quantidade de ações ordinárias, possuídas em 29/12/2005, pelo maior acionista da empresa  $i$ , e  $Qao_{TO}$ , a quantidade de ações ordinárias totais da empresa  $i$  em 29/12/2005. Para maior acionista, define-se

$Mag = (Qao/Qao_{TO}) * 100$ , onde  $Qao_{MA}$  é a quantidade de ações ordinárias, possuídas

em 29/12/2005, pelo maior acionista da empresa  $i$ , e  $Qa_{TO}$  é a quantidade de ações ordinárias totais da empresa  $i$  em 29/12/2005.

Para o percentual de ações ordinárias, tem-se  $Ord = (Qa_{ON}/Qa_{TO}) * 100$ , onde  $Qa_{ON}$  é a quantidade de ações ordinárias da empresa  $i$  em 29/12/2005, e  $Qa_{TO}$ , a quantidade de ações totais da empresa  $i$  em 29/12/2005.

### 3.3 Técnica de análise

A Análise de Regressão analisa a relação entre uma única variável Dependente, ou variável Critério e várias variáveis Independentes, ou variáveis Predictoras, para estimar e/ou prever a média (da população) em termos de valores conhecidos (em amostragem) das variáveis Explicativas (MALHOTRA, 2001).

Para se obter uma equação de regressão, é necessário que exista uma relação linear entre uma variável  $Y$ , chamada variável Dependente, e  $k$  variáveis  $X_1, X_2, \dots, X_k$ , chamadas variáveis Independentes, mais um termo de perturbação  $u$ , que representa o erro na equação. No modelo estudado, a equação pode ser representada por:

$$\Delta P_i = \alpha + \beta Sp - \beta Neg + \beta Mag - \beta Ord - DivY + \mu$$

onde  $\alpha$  é a constante,  $\hat{\alpha}$  representa o coeficiente de inclinação das variáveis, e  $\mu$  o erro.

Existem vários modelos para estimar a função de regressão populacional com base na função de regressão amostral, de modo tão apurado quanto possível. Entre eles, destacam-se o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e o método da

Máxima Verossimilhança. O MQO, de acordo com Gujarati (2000), é um dos métodos de análise de regressão mais utilizados, por possuir, em muitos casos, propriedades bastante atraentes. O autor lista algumas destas propriedades, dentre elas a de que os estimadores ( $\hat{\alpha}$ ) obtidos a partir deste método podem ser facilmente calculados por serem expressos, exclusivamente, em termos das quantidades ( $X$  e  $Y$ ) observáveis, isto é, por amostra. Outra característica destacada é a facilidade de se obter a reta de regressão da amostra após se obter as estimativas, a partir de dados da mesma, de MQO.

Por outro lado, o método da Máxima Verossimilhança possui propriedades estatísticas muito mais complexas que o MQO, o que dificulta seu cálculo e sua compreensão. Além disso, gera resultados quase idênticos aos do MQO.

Neste trabalho, optou-se por utilizar o MQO, porque, além das características citadas, este método ainda possui a propriedade de tornar mínima a soma dos quadrados das distâncias da reta aos pontos experimentais, minimizando os erros.

### 3.4 Coeficiente de determinação

Segundo Levine, Berenson e Stephan (2000), o Coeficiente de Determinação Múltipla,  $R^2$ , representa a proporção da variação em  $Y$  que é explicada pelo conjunto de variáveis Explicativas selecionadas, ou seja, é uma medida de ajuste da reta de regressão.

Por definição:

$$R^2 = \frac{SQE}{SQT}$$

onde SQE é a soma dos quadrados explicados, e SQT é a soma dos quadrados totais.

No entanto, alguns pesquisadores sugerem que um Coeficiente de Determinação Ajustado deva ser calculado para refletir tanto o número de variáveis Explicativas no modelo quanto o tamanho da amostra. Portanto, teremos:

$$R_{ajust.}^2 = 1 - \left[ \frac{(1 - R^2)(n-1)}{n-k-1} \right]$$

onde n é o tamanho da amostra, e k é o número de variáveis Explicativas.

Cabe ressaltar que o ajuste do Modelo de Regressão será melhor a medida que R<sup>2</sup> se aproximar de 1 (GUJARATI, 2000).

### 3.5 Testes de hipóteses

#### 3.5.1 Teste de hipótese para os coeficientes da regressão

Para testar uma hipótese sobre qualquer coeficiente parcial da regressão, pode-se utilizar o teste t.

As hipóteses a serem testadas serão:

$$H_0 : b_1 = 0$$

$$H_1 : b_1 \neq 0$$

A estatística de teste será:

$$t = \frac{\hat{\beta}_i - \beta_i}{\sigma(\hat{\beta}_i)}$$

onde t tem distribuição *t de student* com n-k graus de liberdade, sendo n o tamanho da amostra e k o número de variáveis Explicativas.

#### 3.5.2 Teste de hipótese para a significância global da regressão múltipla

Um modelo de regressão múltipla de k variáveis Explicativas para testar as hipóteses é  $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k$

$H_1$  : Nem todos os coeficientes de inclinação são, simultaneamente, iguais a zero.

A estatística de teste será

$$F = \frac{SQE/k-1}{SQR/n-k}, \text{ para a qual tem-se}$$

SQE como a soma dos quadrados explicada, e SQR como a soma dos quadrados dos resíduos.

Se  $F > F_{\alpha}(k-1, n-k)$ , rejeitar  $H_0$ ; caso contrário, não rejeitar.

$F_{\alpha}(k-1, n-k)$  é o valor crítico de F em nível de significância  $\alpha$ , (k-1) é o grau de liberdade do numerador, e (n-k) é o grau de liberdade do denominador.

## 4 Análise de resultados

Inicialmente, realizou-se uma análise descritiva da variável Diferença de Preços entre as classes de ações. Dos 140 casos estudados, 69 apresentaram variação de preços positiva, 69 variação negativa e para 2 casos a variação foi igual a zero. A tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas para a variável.

Tabela 1 - Estatística descritiva da variação de preços

Variação de Preços	Estatísticas Descritivas				
	N	Média	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
maior ou igual a zero	71	33,500	233,333	0,000	51,662
menor que zero	69	-13,236	-0,506	-44,656	9,927
Total	140	10,466	233,333	-44,656	44,070

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para avaliar se, em média, existe diferença significativa nas variáveis estudadas para os dois grupos, aplicou-se um teste t para diferenças de médias, visualizado na tabela 2. Para determinar se o teste t deveria ser homocedástico ou heterocedástico, previamente foi aplicado um teste F para igualdade de variâncias. Nos casos em que a hipótese de igualdade das variâncias foi aceita (rejeitada), aplicou-se o teste t homocedástico.

Tabela 2 - Teste t para diferença de médias entre os dois grupos formados segundo a variação na diferença de preços

Variável	Diferença Média	t	Significância
Spread	9381,198	1,009	0,316
Negócios	-19420,646	-1,035	0,304
Titulos	-47340,654	-1,102	0,274
Volume	-9474,061	-0,220	0,826
Maior Acionista Ordinário	2,980	0,706	0,481
Maior Acionista Geral	1,470	0,360	0,719
Percentual de Ordinárias	0,658	0,226	0,822
Dividend Yield	-1,015	-3,704	0,000
Dividendo Por Ação	0,612	1,821	0,072

Fonte: Elaborada pelos autores.

A diferença média se refere à diferença entre a média do grupo com reação positiva e a média do grupo com reação negativa. Observa-se que apenas a variável *Dividend Yield* apresenta, em média, diferenças significativas entre os dois grupos. O sinal negativo da diferença média indica que, em média, o grupo com variação de preços negativa, ou seja, ações ON com preço inferior à ação PN, apresenta variações no Dividendo *Yield* superiores ao grupo com variação positiva.

Devido à possibilidade da influência do efeito tamanho, decidiu-se avaliar a correlação entre a variação de preços e variáveis indicativas do tamanho da empresa. Dadas as evidências de que o

tamanho é uma medida de assimetria, sendo que as empresas maiores apresentam menores níveis de assimetria informacional, por divulgarem mais informações e serem acompanhadas, mais efetivamente, pelos analistas, poder-se-ia conjecturar que o tamanho afete a diferença de preços entre as ações ordinárias e preferenciais. Decidiu-se utilizar, como medidas de tamanho, a Receita, o Ativo Total e o Valor de Mercado da empresa. Os resultados da correlação são apresentados na tabela 3.

Tabela 3 - Coeficiente de correlação de *Pearson* entre a variação de preços e as variáveis relacionadas ao tamanho da empresa

Variáveis	Coeficiente de Correlação	Significância
Variação x Receita	-0,021	0,827
Variação x Ativo Total	-0,080	0,370
Variação x Valor de Mercado	-0,053	0,546

Fonte: Elaborada pelos autores.

As três correlações não são significativas, o que indica a inexistência de correlação entre a variação de preços e as variáveis relacionadas ao tamanho da empresa. Diante desse resultado, julgou-se que não seria necessária a incorporação de variáveis relacionadas ao tamanho, como variáveis de controle, no modelo de regressão definido originalmente.

Para se fazer a estimativa do modelo de regressão, utilizou-se o método dos mínimos quadrados. Os resultados são apresentados a seguir: como descrito anteriormente, o Coeficiente de Determinação Múltipla representa a proporção da variação na variável Dependente, que é explicada pelo conjunto de variáveis Explicativas selecionadas. O modelo apresentou um Coeficiente de Determinação de 0,623 e um Coeficiente

de Determinação Ajustado de 0,594, ou seja, 59% da variação na diferença de preços entre as classes de ações é explicada pelo conjunto de variáveis selecionadas.

Para avaliar o ajuste geral do modelo de regressão, foi utilizado o teste F. Os resultados são apresentados na tabela 4.

Tabela 4 - Análise de variância para o ajuste geral do modelo de regressão

Fonte de Variação	Soma dos Quadrados	Graus de Liberdade	Quadrado Médio	F	Significância
Regressão	168.138	10	16.814	21,30	0,000
Resíduos	101.824	129	789		
Total	269.963	139			

Fonte: Elaborada pelos autores.

O modelo de regressão foi estimado com uma constante. O valor obtido para a constante foi de 29,606, com um valor de t de 2,556 e significância igual 0,012. Observa-se, na tabela 5, que quatro variáveis são significativas a 1% (Títulos, Volume, Percentual de Ordinárias e *Dividend Yield*) e a variável Negócios é significativa a 5%.

Tabela 5 - Coeficiente Padronizado, valores de t e significância das variáveis do modelo de regressão

Variáveis	Coeficiente Padronizado	t	Significância
<i>Spread</i>	-0,005	-0,072	0,942
Negócios	-0,136	-2,340	0,021
Títulos	-1,161	-7,740	0,000
Volume	1,243	7,827	0,000
Maior Acionista Ordinário	-0,109	-1,145	0,254
Maior Acionista Geral	0,150	1,467	0,145
Percentual de Ordinárias	-0,201	-3,215	0,002
<i>Dividend Yield</i>	-0,441	-7,308	0,000
Dividendo Por Ação	0,035	0,635	0,527
<i>Dummy</i>	-0,052	-0,885	0,378

Fonte: Elaborada pelos autores.

Diante de tais resultados, decidiu-se estimar o modelo de regressão utilizando o método *Stepwise*. Tal método insere, a cada passo, a variável que possui a menor probabilidade *F* e avalia as novas probabilidades *F* das variáveis pertencentes

ao modelo, retirando as variáveis cuja probabilidade se torna grande. O método termina quando não existirem mais variáveis que atendam aos critérios de entrada e remoção do modelo (NETER et al., 1996).

O modelo com método *Stepwise* apresentou um Coeficiente de Determinação de 0,425 e um Coeficiente de Determinação Ajustado de 0,40, ou seja, 40% da variação na diferença de preços entre as classes de ações é explicada pelo conjunto de variáveis selecionadas.

O teste F assumiu valor de 19,80, permanecendo significativo a 1%, ou seja, o ajuste geral do modelo permanece adequado. A tabela 6 apresenta os coeficientes padronizados das variáveis que permaneceram no modelo.

Tabela 6 - Coeficiente padronizados do modelo *Stepwise*

Variáveis	Coeficiente Padronizado	t	Significância
<i>Spread</i>	0,261	3,890	0,000
Negócios	-0,184	-2,650	0,009
Maior Acionista Geral	0,181	2,625	0,010
Percentual ordinárias	-0,234	-3,388	0,001
<i>Dividend Yield</i>	-0,498	-7,164	0,000

Fonte: Elaborada pelos autores.

A constante assumiu valor de 16,928, com um valor de t de 1,815 e significância igual a 0,072. Observa-se que as cinco variáveis são significativas a 1%. Assim, o modelo final pode ser representado pela seguinte equação:

$$\Delta P_i = \alpha + \beta Sp - \beta Neg + \beta Mag - \beta Ord - DivY + \mu$$

A constante não foi representada por ter nível de significância superior a 0,05.

Nota-se que a variável Maior Acionista Geral apresenta coeficiente positivo, enquanto a variável Percentual de Ordinárias apresenta coeficiente negativo. Da mesma maneira, quanto maior a concentração de ações nas mãos de um único acionista, maior será a variação de preços entre as ações ON e PN. Por outro lado, quanto maior o percentual de ações ordinárias em relação ao total de ações, menor a variação de preços entre as classes de ações.

As variáveis *Spread* e *Negócios* são representantes do fator *Liquidez*. O coeficiente da variável *Spread* indica que, quanto maior a variação do *Spread* entre as classes de ações, maior será a diferença de preços entre as mesmas. Já para os negócios, observa-se uma relação inversa entre a variação na quantidade de negócios e a variação nos preços.

Dentre as variáveis relacionadas ao fator *Dividendos*, apenas o *Dividendo Yield* mostrou-se significativo. Quanto maior a variação no *Dividendo Yield*, menor a variação na diferença de preços. Este resultado pode ser explicado pelo comportamento da variável *Dividendo Yield*, pois, como para a maioria das empresas, o *Dividendo Yield* das ações ordinárias é inferior ao *Dividendo Yield* das ações preferenciais, a variável *Variação no Dividendo Yield* assume valor negativo. Portanto, o sinal negativo da variável multiplicado pelo sinal negativo do coeficiente fornece um acréscimo na variação de preços nas classes das ações. Para a amostra de 141 casos, apenas 24 apresentaram *Dividendo Yield* positivo.

É interessante notar, ainda, que a variável *Dummy* não se mostrou significativa em nenhum dos dois modelos. Assim, não há indicações de que a participação no Nível 1, no Nível 2 ou no Novo Mercado influencie a diferença de preços entre ON e PN. Pode-se conjecturar

que tal resultado advenha do fato de apenas 32 casos serem pertencentes a um desses níveis.

## 5 Conclusões e sugestões

Para avaliar a influência da governança corporativa, da liquidez e da política de dividendos na diferença de preços entre as ações ordinárias e preferenciais, foram aplicadas duas técnicas de regressão linear múltipla. Para a análise dessa regressão, foram utilizados os métodos *Enter* e *Stepwise*. Segundo Neter et al. (1996), através do método *Enter*, todas as variáveis são executadas no modelo, sendo essa uma peculiaridade apresentada, enquanto o método *Stepwise* exclui variáveis, buscando verificar a melhor reta de ajuste ao modelo.

Empregando-se o método *Enter*, foi possível encontrar um coeficiente de determinação de 0,623 e um coeficiente de determinação ajustado de 0,594, ou seja, 59% de explicação. Entretanto, seguindo os primórdios do refinamento do método, optou-se pela utilização do método *Stepwise*, o qual apresentou um coeficiente de determinação de 0,425 e um coeficiente de determinação ajustado de 0,40.

Assim, os resultados deste estudo apontam para a relevância dos fatores que foram analisados, uma vez que explicam 40% da diferença de preços entre as ações ordinárias e preferenciais.

Tais resultados são coerentes com a teoria descrita neste estudo, uma vez que, partindo-se da Teoria de Relevância dos Dividendos, corrobora-se a expectativa de que esses resultados influenciam a diferença de preços entre as ações ordinárias e preferenciais. Tal fator mostra-se importante por apresentar nível de 1% de significância na variável *Dividendo Yield*.

As variáveis *Percentual de Acionista Ordinários (Ord)* e *Maior Acionista Geral*

(*Mag*) demonstram que os resultados dessas duas variáveis são coerentes com o fator Governança Corporativa, pois a forte concentração acionária de ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança brasileiro, demonstrando a ausência de empresas com capital pulverizado.

É interessante ressaltar que a variável *Dummy* não se mostrou significativa em nenhum dos dois modelos. Logo, não há indicações de que a participação no Nível 1, no Nível 2 ou no Novo Mercado influencie a diferença de preços entre ON e PN. Pode-se conjecturar que tal resultado advinha do fato de apenas 32 casos pertencerem a um desses níveis.

Finalmente, seguindo os argumentos de Amihud (2002) e Amihud e Mendelson (1991), em que a liquidez é precificada e as diferentes espécies de ações podem apresentar níveis de liquidez diferenciada, confirmou-se a expectativa da influência da liquidez na diferença de preços das ações ordinárias e preferenciais, uma vez que o modelo, pelo método *Enter*, apresentou significância a 1% nas variáveis Títulos e Volume, além da variável Negócios a 5%. Se analisadas pelo método mais refinado, o *Stepwise*, o fator Liquidez se mantém significativo, pois as variáveis *Spread* e Negócios são significativas a 1%.

Cabe ressaltar que este estudo se limitou à análise do ano de 2005. Sugere-se, em pesquisas futuras, uma ampliação do período estudado. Além disso, os coeficientes de determinação chamam atenção para a existência de variáveis importantes para a explicação da diferença de preços, que não foram incorporadas no modelo aqui desenvolvido.

## 6 Referências bibliográficas

AMIHU, Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. **Journal of Financial Markets**, n.5, p. 31-56, 2002.

AMIHU, Y.; MENDELSON, H. Liquidity, Asset prices and policy. **Financial Analysts Journal**, v. 47, n. 6, Nov./Dec. 1991.

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 1999.

BENJÓ NETO, I. **Do valor do voto no mercado de capitais brasileiro**. 1996. 96f. Dissertação (Mestrado em Administração)—Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1996.

BERTUCCI, J.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas de capital aberto: a visão de dirigentes e de investidores institucionais. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília. **Anais...** Brasília, 2005, 1 CD-ROM.

BLACK, F.; SCHOLES, M. The effects of dividend yield and dividend policy on common prices and returns. **Journal of Financial Economics**, v. 1, p. 1-22, 1974.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.br>>. Acesso em: 20 set. 2005.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. **Finanças corporativas: financiamento e gestão de risco**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

- BRUNI, A. L.; FAMÁ, R. Liquidez e avaliação de ativos financeiros: evidências empíricas na Bovespa (1988-1996). In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 22., 1998. Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu: 1998. 1 CD-ROM.
- BUSHMAN, R; PIOTROSKI, J.; SMITH, A. What determines corporate transparency. **Journal of Accounting Research**, v. 42, p. 1-53, 2004.
- CARVALHO, A. G. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. Bovespa, 2003. Disponível em: <<http://www.bovespa.br>>. Acesso em: 14 out. 2005.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2001. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 26., 2002, Salvador. **Anais...** Salvador: 2002, 1 CD-ROM.
- DE ANGELO, H.; DE ANGELO, L.; SKINNER, D. J. Special Dividends and the evolution of dividend signal. **Journal of Financial Economics**, v. 57, p. 309-354, 2000.
- DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- DIAMOND, D.; VERRECCHIA, R. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **Journal of Finance**, v. 66, p. 1325-1355, 1999.
- DONG, M.; ROBINSON, C.; VELD, C. Why individual investors want dividends. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, p. 121-158, 2005.
- ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. **Review of Economics and Statistics**, v. 52, p. 68-74, 1970.
- FIRMINO, A. L. G.; SANTOS, A. L. Q.; MATSUMOTO, A. S. **Dividendos interessam?** Uma constatação empírica recente sobre a relevância da política de dividendos na bolsa de valores de São Paulo (1996-2002). In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28., Curitiba, **Anais...** Curitiba: 2004, CD-ROM
- FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.
- FREIRE, A. T. A.; LEMGRUBER, E. F. **O valor de voto no mercado brasileiro de ações ao portados: constatações iniciais**. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 13., 1989, Belo Horizonte. **Anais...** Belo Horizonte, ANPAD, 1989. p. 265-269.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.
- GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

- HALEY, 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, p. 405-440, 2001.
- HODRICK, L. S.; MOULTON, P. C. **Liquidity**: considerations of a portfolio manager. Dec. 16, 2005. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=449540](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=449540)>. Acesso em: 15 set. 2006.
- LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 154 f. Dissertação (Mestrado em Administração)-Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial Economics**, v. 58, p. 3-27, Oct. 2000.
- LEVINE, D. M.; BERENSON, M. L.; STEPHAN, D. **Estatística: teoria e aplicações**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 2000.
- LITZENBERGER, R. H.; RAMASWAMY, K. The effects of dividends on common stock prices: tax effects or information effects? **The Journal of Finance**, v. 37, n. 2, p. 429-443, May 1982.
- MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001. 719 p.
- MILLER, M. H; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4. p. 411-433, 1961.
- NELSON, J. Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 11, p. 197-228, 2005.
- NETER, J. et al. **Applied linear regression models**. 3. ed. United States of America: Irwin Book Team, 1996.
- PASTOR, L.; STAMBAUGH, R. F. Liquidity Risk and Expected Stock Returns. **Journal of Political Economy**, 2002.
- PERLMUTH, L. Dividends vs. Buybacks. **Corporate finance in the news**, Dec.1995
- PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- PORTER, R. B. B. **Measuring market liquidity**, 2003. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=439122](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=439122)>. Acesso em: 20 mar. 2006.
- PROCIANOY, J. L.; CASELANI, C. N. A emissão de ações como fonte de crescimento ou como fator de redução do risco financeiro: resultados empíricos. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 32, 1997.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- RUDGE, L. F.; CAVALCANTI, F. **Mercado de capitais**. Belo Horizonte: CNBV, 1998.
- SHARPE, W. F.; ALEXANDER, G. J.; BAILEY, J. V. **Investments**. 5. ed. New Jersey: Prentice Hall International, 1995.
- SILVA, W. M. da; OLIVEIRA FILHO, P.

A. de M.; NÓBREGA, O. de O. Determinantes da disseminação voluntária de informações financeiras na internet: um estudo com empresas listadas na BOVESPA. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: 2004, 1 CD-ROM.

SILVEIRA, A. di M. da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração)-Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. di M. da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração)-Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

TERRA, P. R. S. **O valor de mercado do controle das companhias abertas: evidência empírica dos custos e benefícios dos direitos de voto das ações no Brasil.** 1993. 90 f. Dissertação (Mestrado em Administração)-Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 1993.

ZINGALES, L. Corporate Governance. **The new palgrave dictionary of economics and the law.** New York, 1998.