



INDICADORES DE ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS ABERTAS NO BRASIL

Thamirys de Sousa Correia

Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba
Endereço: Cidade Universitária – Campus I. Castelo Branco, CEP: 58.059-900, João Pessoa – PB. E-mail: thamirys_correia@hotmail.com. Telefone: (83) 3216-7285

Maria Natalice Francelino da Silva

Graduanda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba
Endereço: Cidade Universitária – Campus I. Castelo Branco, CEP: 58.059-900, João Pessoa – PB. E-mail: natalicefrancy@hotmail.com. Telefone: (83) 3216-7285

Orleans Silva Martins

Doutor em Ciências Contábeis pelo Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN
Professor Adjunto (PPGCC e PPGA da UFPB)
Endereço: Cidade Universitária – Campus I. Castelo Branco, CEP: 58.059-900, João Pessoa – PB. E-mail: orleansmartins@yahoo.com.br. Telefone: (83) 3216-7285

RESUMO

O estudo teve o objetivo analisar a variação dos indicadores de assimetria de informação das empresas abertas brasileiras de acordo com sua estrutura de capital. Para tanto, abordou-se um referencial teórico acerca da assimetria da informação, bem como da estrutura de capital. Foram coletados dados das firmas que negociaram ações na BM&FBOVESPA, no período de 2010 a 2014, a partir do banco de dados da Economatica®, sendo escolhidos seis indicadores de assimetria de informação: Market-to-book, Retorno Anormal, Beta, Volatilidade, *American Depositary Receipts* (ADR) e Governança Corporativa. Enquanto que, os indicadores de Estrutura de Capital são os seguintes: Endividamento de Curto Prazo, Endividamento de Longo Prazo, Endividamento Geral e Dependência Financeira de Capital Próprio. Nos resultados, foi verificado no período analisado, e com a amostra selecionada, que em média a dívida de longo prazo é maior, em relação a dívida de curto prazo. E apesar de o Beta está entre 33,34% a 66,66% da dívida de curto prazo, e longo prazo, o indicador *Market-to-book* mostrou-se mais evidente na dívida de curto prazo. Bem como a volatilidade, sugerindo uma redução da capacidade de quitar as dívidas, neste caso. No entanto, o Retorno Anormal e o indicador ADR, apresentou-se mais forte na dívida de longo prazo. Quanto a Governança Corporativa, está entre 33,34% a 66,66% da dívida de curto e longo prazo, sugerindo que pode ser determinante da estrutura de capital. Ainda, pelo teste de média Kruskal Wallis, a hipótese nula foi rejeitada em 5 indicadores de assimetria, entre a dívida de curto prazo, e a dívida de longo prazo, indicando que as médias são distintas. Com exceção ao Beta, na qual a estrutura de capital não afetou o risco das firmas, medido pelo seu beta.

Palavras-chave: Assimetria de Informação; Dívida de Curto Prazo; Dívida de Longo Prazo.

Área temática do evento (IC): Mercado Financeiro, de Crédito e de Capitais

1. INTRODUÇÃO

Moreiras (2010) afirma que a informação no mercado de capitais é um recurso econômico valioso, ao passo que é a base para o conhecimento sobre uma empresa, além de



todas as esferas sociais, sendo regulada por diversas legislações, e embora cada pessoa possa interpretá-la de maneira diferenciada, o seu acesso é fundamental para garantir o funcionamento e a perpetuação dos mercados dos quais os indivíduos estão inseridos, e por sua vez pode evitar o acesso privilegiado às informações ainda não disponibilizadas ao público em geral por alguns investidores (Nicholson & Snyder, 2008).

Ainda, os investidores devem ter informações tempestivas na tomada de decisão, para a precificação dos ativos, pois em mercados eficientes os preços dos ativos passarão sinais eficazes, caso contrário, a informação tardia acarretará precificação inadequada, além da demora nos ajustes dos preços (Belo & Brasil, 2006).

De acordo com Camargos e Barbosa (2003) e Iquiapaza, Amaral, Lage e Bertucci (2009) um dos determinantes da Moderna Teoria de Finanças, é a Hipótese de Mercado Eficiente, pois está baseada no fato de que os preços dos títulos refletem todas as informações disponíveis no mercado. Contudo, para Jensen e Meckling (1976) conflitos de interesses podem surgir com a separação da propriedade da companhia e sua gestão, sendo percebida a Teoria da Agência.

Para Antunes e Procianoy (2003), sabendo-se que o acesso as informações disponibilizadas pelas firmas devem atender às exigências legais e às expectativas dos seus participantes, assume-se que os gestores (*insiders*) possuem informação privada no que tange ao fluxo de retornos da companhia ou sobre suas chances de investimento, o que caracteriza a assimetria da informação. Sendo observadas duas falhas de mercado: seleção adversa (*adverse selection*) e risco moral (*moral hazard*) (Albanez, Valle & Corrar, 2012).

Ainda, devido à ocorrência dos conflitos de interesse, para Coutinho, Amaral e Bertucci (2006) e Balassiano (2012) a assimetria de informação também pode vir a prejudicar a relação entre o principal e o agente, ou seja, entre gestores proprietários e acionistas externos (minoritários), bem como entre um controlador (ou bloco controlador) com a maior parte das ações ordinárias (ON) em que pode vir a utilizar de informações privadas em benefício próprio.

Coutinho, et al. (2006) e Damodaran (2001) relatam que independentemente dos determinantes do valor da empresa, os problemas de agência descritos, estão ligados as principais decisões de Finanças Corporativas, que são as decisões de investimento, de financiamento e de distribuição dos dividendos. Dessa maneira, o valor da firma, reflete o bom desempenho em cada decisão, na medida em que a eficiência da gestão dos ativos percebida pelo mercado constitui um fator importante, tendo em vista que os analistas utilizam os dados divulgados pelas empresas como base para a estimativa de seu valor.

Diante disso, e da importância das decisões corporativas, a pesquisa dá ênfase aos indicadores de assimetria de informação, relacionando-as a estrutura de capital, pois para Dantas e DeSouza (2008) e Myers e Majluf (1984) os conflitos de agência que decorrem da assimetria de informação podem ser minimizados pela estrutura de capital, sendo este um sinalizador da situação econômica e financeira da empresa, dado que se compõe de capital de terceiros e capital próprio, além de ser um lastro para a atividade operacional das empresas.

Nesse aspecto, este estudo possui o seguinte problema de pesquisa: como se apresentam os indicadores de assimetria de informação das empresas abertas no Brasil com diferentes estruturas de capital? Em que, o objetivo geral é analisar a variação dos indicadores de assimetria de informação das empresas listadas na BM&FBOVESPA de acordo com suas diferentes estruturas de capital no período de 2010 a 2014.

Nessa perspectiva para Garcia (1997), tanto no âmbito nacional, quanto nas pesquisas em economias desenvolvidas, os indicadores de assimetria da informação e estrutura de capital tem sido um tema bastante discutido, ou seja, é percebido que a contribuição do estudo



é evidenciada por ser uma temática atual, e oportuna, pelo melhor tratamento do assunto, tendo em vista que firmas que estão em um ambiente de assimetria de informação deverão evidenciar comportamentos diferenciados quanto às suas políticas de financiamento, em comparação às demais companhias (Albanez & Valle, 2009).

2. ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

Entre seus principais estudos iniciais, a assimetria de informação foi discutida por Akerlof (1970) através do estudo de *Market for Lemons* (caso do mercado norte-americano de carros usados), em que carros velhos são conhecidos como *lemons* (limões), na qual quem vende o automóvel tem conhecimento do estado do veículo, porém quem compra desconhece tais condições. Ou seja, o comprador se torna disposto a pagar um preço mais baixo pelo bem. Como consequência, quem tem um carro bom não quer vender, pois vai receber alguém do valor real do veículo.

Assim, Camargos, Gomes e Barbosa (2003), Lanzana (2004), e Belo e Brasil (2006) afirmam que assimetria de informação é um fenômeno na qual alguns agentes econômicos têm mais informações do que outros, ou seja ocorre pelo acesso privilegiado dos gestores a informações que ainda não foram disponibilizadas ao público, pois estes são considerados *insiders* por atuarem dentro da empresa e possuem acesso direto a informações privadas, as quais podem influenciar as expectativas dos investidores e os fluxos de caixa futuros da organização, nas negociações no mercado, em que abre espaço para ações oportunistas, pressupondo que o agente pode utilizar informações em seu benefício próprio (Lima, 1997).

Dantas e DeSouza (2008) determinam que haja duas categorias na classificação dos investidores, nas negociações acionárias: *insiders*, em que os gestores detêm informações sobre as características da empresa, mais que os investidores; e *outsiders*, que apesar de terem ações, não possuem o poder de influência nas decisões da empresa.

Sendo assim, para Jensen e Meckling (1976) os *insiders* podem vir a praticar *insiders trading*, ou negociações com informação privilegiada, consequência de diferentes níveis informacionais entre as partes envolvidas no contrato, isto é, principal e agente. Dessa maneira, além de possuir um conhecimento privilegiado, em relação aos *outsiders*, os *insiders* obtêm maior eficiência em sua tomada de decisões (Denardin, 2007).

Devido à ocorrência das informações privilegiadas e até que tais informações sejam disponibilizadas ao público, para Brunetti (2010) no preço da ação, são observados os conflitos de seleção adversa, impondo risco informacional aos participantes não informados do mercado. Isto é, a seleção adversa surge no momento em que existe a assimetria de informação, *a priori*, em que uma das partes possui envolvimento nos negócios.

Nesse sentido, outro problema decorrente da assimetria da informação, o risco moral, que para Brunetti (2010), surge em situações *ex post* ao firmamento de um contrato em que os agentes não arcam com a totalidade de custos de suas atitudes, possui como possíveis soluções três mecanismos: monitoramento, que pode ser determinado como uma auditoria independente, com a função de observar os comportamentos considerados inapropriados antes de sua ocorrência; contratos de incentivo, que tem como objetivo os comportamentos positivos dos artifícios contratuais pelo alinhamento de incentivos; *joint-ventures*, pela posse conjunta dos ativos, pelo nível de integração entre as partes, e consequentemente redução do comportamento oportunista, risco *free-riding* (Williamson, 1992).

2.1. Mensuração da Assimetria de Informação

Na pesquisa bibliométrica realizada por Rocha, Pereira, Bezerra e Nascimento (2012), foi verificado em artigos publicados em periódicos nacionais classificados “A” pela



Qualis/Capes do triênio 2007/2009 e internacionais do período de 2005 a 2009, sobre produção científica a respeito da Teoria da Agência e da Assimetria da Informação na Contabilidade, que apenas 16 artigos foram desenvolvidos no Brasil, e 40 artigos são internacionais, o assunto mais abordado tanto em âmbito nacional como internacional é a assimetria da informação, em que, para sua mensuração deve-se observar os indicadores de assimetria.

Pires e Macagnan (2013) constataram que no período de 2006 a 2012, dos 36 (trinta e seis) artigos científicos internacionais analisados, quase metade (47,22%) não definiram um indicador de assimetria de informação, não havendo um método para a mensuração da assimetria de informação nas diversas pesquisas ao redor do mundo. Além disso, os autores evidenciam pesquisas que utilizam o erro e/ou a dispersão da previsão dos analistas sobre o preço da ação, a volatilidade do preço das ações ou o PIN (Probabilidade de Negociação Informada), o Q de Tobin, o tamanho da empresa, o risco sistemático, e os gastos em P&D.

Ainda sobre as pesquisas internacionais, Clarke e Shastri (2000) estabelecem três modelos de indicadores, são eles: previsões dos analistas, com uma tendência a convergir com as informações referentes ao ativo; conjunto de oportunidades de investimento da empresa, que demonstra o fato de que gestores de empresas em desenvolvimento têm maior conhecimento sobre as oportunidades de investimento que os investidores; e, microestrutura de mercado (como a *probability of informed trading*), realizado através de pesquisas de processo de negociação de ativos no mercado de capitais, com vantagens maiores, em relação aos demais.

Quanto às pesquisas nacionais é verificado os cálculos dos retornos anormais para testar a eficiência informacional de mercado semiforte nas pesquisas de Belo e Brasil (2006), com a finalidade de investigar a assimetria de informação no mercado de capitais quando da convocação para a Assembleia Geral Ordinária (AGO), bem como nos estudos de Camargos e Barbosa (2003) para constatar se o mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real passou a apresentar a forma de eficiência informacional semiforte.

No estudo do mercado eficiente, na sua forma forte, que na concepção de Camargos, Gomes e Barbosa (2006) indica que os preços refletem as informações disponíveis no mercado (históricas, públicas e privadas), Albanez e Valle (2009) ao analisar os impactos da assimetria da informação na estrutura de capital de empresas abertas trabalhou com variáveis categóricas (*dummy*), são elas: empresas listadas nos nível 1, nível 2 e Novo Mercado de Governança; empresas de qualquer nível de governança; empresas brasileiras que aderem ADRs na NYSE; e, empresas indicadas ao prêmio de Transparência da Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração Contabilidade, ANEFAC (*DTransp*). Quanto às variáveis numéricas, foi verificado os indicadores de liquidez em bolsa, volatilidade e intensidade do negócio.

Martins (2012) ao definir o modelo de regressão e determinar a associação da estimação da probabilidade de negociação com informação privilegiada (PIN) com as características econômico-financeiras das empresas de mercado aberto calculou variáveis explicativas que apresentam ligação com a assimetria de informação, são elas: risco; retorno da ação; retorno anormal; liquidez em bolsa; volatilidade; estrutura de capital; custo de capital próprio; tamanho; *market-to-book*; índice preço/lucro; política de dividendos; gerenciamento de resultado; e, governança corporativa.

Portanto, percebe-se a importância de realizar a análise da assimetria de informação por meio dos indicadores, tendo em vista que ao ocorrer informações privilegiadas sobre o desempenho futuro das firmas, mantidas em segredo pelos gestores, ou acionistas majoritários, isso pode provocar distorções, além de avaliações divergentes sobre os fluxos de



caixa, o que pode vir a ocasionar erros em relação ao valor da ações (Pires & Macagnan, 2013).

3. ESTRUTURA DE CAPITAL

De acordo com Gomes (1999) e Brito, Corrar e Batistella (2007) a teoria tradicional determina a estrutura de capital como fator imprescindível para a maximização do valor de uma organização, em que refere-se à maneira como as organizações utilizam capital próprio e capital de terceiros para financiar os seus ativos (os capitais próprios são os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, já os capitais de terceiros são recursos obtidos através de dívidas), na qual pode ocasionar a redução do custo médio ponderado de capital, calculado por meio do custo ponderado de cada uma das formas de financiamento da empresa. No entanto, Modigliani e Miller (1958), propuseram que em condições de mercado de capitais perfeito, a estrutura de capitais é irrelevante, não dependendo da maneira em que são financiados os ativos.

Na pesquisa “*The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment*”, Modigliani e Miller (1958) argumentaram três proposições que diz respeito à avaliação de títulos de empresas de diferentes estruturas de capitais. São elas: proposição I, em que o valor de qualquer companhia no mercado não depende sua estrutura de capital; proposição II, em que o retorno esperado do capital próprio é equivalente ao retorno esperado de uma organização sem dívidas, acrescido de um prêmio pelo risco envolvido no uso de capital de terceiros; proposição III, que diz respeito a uma regra para determinar a política de investimento.

Desde esses resultados dos estudos de Modigliani e Miller (1958), para Bastos e Nakamura (2009), têm sido realizadas várias pesquisas nas finanças corporativas sobre a estrutura de capital, tendo em vista essa temática ser bastante polêmica, além disso refere-se às fontes de recursos utilizadas, ou seja, a relação entre as dívidas de curto, médio e de longo prazo e capital próprio, ao passo que, para as empresas gerar resultados, deve ser observada a eficiência econômico-financeira da estrutura de capital (Dantas & Desouza, 2008). Dessa maneira, Abanez e Valle (2009) afirmam que diversas são as contribuições que evidenciam a política de financiamento adotadas pelas companhias, em que se destacam duas teorias significativas: teoria de *trade-off* e teoria de *pecking order*.

Com relação ao modelo de *trade-off*, na concepção de Frank e Goyal (2007), David, Nakamura e Bastos (2009) e Myers (2001), um tomador de decisão avalia os custos e benefícios dos planos de alavancagem, para que os custos marginais e benefícios marginais sejam equilibrados, ou seja com uma estrutura de capital ótima de terceiros e capital próprio, maximizando e agregando valor a organização, pois combinam as economias fiscais que decorrem do uso de dívidas e risco de insolvência, com intuito de reduzir os custos de capital total, ou custos de falência esperados.

Frank e Goyal (2007) e Albanez e Valle (2009) determinam que os impostos, custos de falência e conflitos de agência têm sido definidas como causas do uso corporativo da dívida de financiamento. E estas ideias têm sido sintetizada na teoria *trade-off* e de *Pecking Order*. Em que, como a Teoria de *Pecking Order* evidencia que a assimetria de informação está relacionada a estrutura de capital, a razão para a hierarquia dos financiamentos geradas pela teoria está na assimetria de informações entre os gestores e os novos acionistas, pois está levaria as empresas à perda de valor para acionistas atuais, caso decidisse pela nova emissão de ações (Medeiros & Daher, 2008).

4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS



Os dados foram coletados a partir do banco de dados da Economatica® com todas as empresas abertas que negociaram suas ações na Bolsa de Valores, Mercados e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), no período de 2010 a 2014. A escolha do período a partir do ano de 2010 se deu por conta da mudança do padrão contábil brasileiro ao padrão internacional das *International Financial Reporting Standards* (IFRS), com o advento da Lei Nº 11.638/2007.

Com relação a amostra, foram selecionadas apenas as firmas que possuíam informações disponíveis sobre todas as variáveis econômico-financeiras investigadas, além de negociarem suas ações, ou seja, estarem classificadas como ativas na bolsa, obtendo como amostra final um total de 203 empresas, como descrito na tabela 1.

Tabela 1 - Amostra das empresas que negociaram ações na BM&FBOVESPA. 2010-2014.

Critérios	Nº de Empresas	%
Empresas ativas	396	100,00
Empresas com ausência de informações	193	48,74
Amostra Final	203	51,26

4.1. Indicadores para Assimetria de Informação

Nessa seção apresenta-se os indicadores de assimetria da informação selecionados para a pesquisa. Assim, são expostos os conceitos de Retorno anormal; Beta; Market-to-Book; Volatilidade; Emissão de *American Depositary Receipts* (ADR); e, Governança Corporativa.

a) Retorno Anormal

Para Brown e Warner (1985) o retorno anormal da ação consiste na diferença entre o retorno que é definido como anormal *ex-post*, deduzido do retorno determinado como normal. Em que há três modelos de mensuração: retorno ajustado à média, retorno ajustado ao risco e ao mercado, além do retorno ajustado ao mercado. Dessa maneira, assim como na pesquisa desenvolvida por Belo e Brasil (2006), este estudo fez uso do modelo de retorno ajustado ao mercado, sendo calculado para a ação mais líquida de cada firma, pela qual se faz a comparação entre o retorno das ações de uma firma e um índice adequado, neste caso, a carteira teórica do Índice Bovespa (Ibovespa). Para realização desta pesquisa o retorno anormal foi calculado por meio da Equação 1, descrita conforme Brown e Warner (1985).

$$AR_{it} = R_{it} - E\left(\frac{R_{it}}{X_t}\right) \quad (1)$$

Em que, AR_{it} é o retorno anormal da ação i no período t , R_{it} é o retorno da ação i no período t , e $E(R_{it}/X_t)$ mostra o retorno estimado da ação i no período t , dado o retorno de X_t (X_t evidenciando o comportamento do mercado através do Ibovespa).

b) Beta

Silva e Quelhas (2006) afirmam que o coeficiente Beta (β), representa o risco da ação, no qual como determinantes do comportamento do mercado, é composto pelo risco sistemático ou não diversificável, visualizado na carteira mesmo ocorrendo a diversificação, situação comum a todo investidor, além de decorrer de situações que afetam a todas as empresas; além do risco não sistemático ou risco diversificável, que é observado em situações



específicas da firma, na qual sua eliminação é possível através da combinação de diversos ativos. O indicador Beta (β) foi calculado de acordo com a Equação 2.

$$\beta_i = \frac{\text{cov}((R_{it}), (R_{mt}))}{\sigma^2(R_{mt})} \quad (2)$$

Em que, β_i é dado pela covariância do retorno da ação i no período t (R_{it}) com o retorno do mercado (R_m), dividida pela variância do retorno do mercado.

c) Market-to-book

Neste estudo o *market-to-book* foi definido pela relação entre o valor de mercado e o ativo total das empresas. Em que, é um indicador de incentivo do mercado, na qual os executivos procuram atender aos interesses dos acionistas, o que pode vir a ocasionar um comportamento oportunistas nas decisões sobre a contabilidade, pelas facilidades impostas pelas normas vigentes, bem como a assimetria da informação, pelas oportunidades de crescimento das empresas (Almeida; Lopes & Corrar, 2011). O indicador *market-to-book* foi determinado pela Equação 3.

$$MB_{it} = \frac{VM_{it}}{AT_{it}} \quad (3)$$

Em que, MB_{it} é o indicador *market-to-book* dado pela relação do valor de mercado com o valor contábil da firma i no período t , VM_{it} se refere ao valor de mercado da firma i no final do período t , e AT_{it} é o valor contábil do ativo total da firma i no final do período t .

d) Volatilidade

No estudo de Murcia, Souza, Dill e Junior (2011) é afirmada a importância da divulgação das informações das firmas de maneira completa, com o intuito de reduzir a assimetria da informação, para que os usuários externos (investidores, entre outros) possam tomar as melhores decisões quanto aos seus investimentos, o que reduz o risco, além de ser uma das maneiras de diminuir a volatilidade de um investimento em ações pela transparência das informações acerca do futuro da firma, o que em tese, também poderá contribuir para a redução do custo de capital próprio (Albanes & Valle, 2009). Nesse sentido, a volatilidade é a variação no preço das ações, que é determinada pelo risco de mercado e pelo desvio-padrão dos retornos contínuos das ações, sendo calculada nesta pesquisa por meio da Equação 4.

$$Volat_{it} = \sqrt{\frac{\sum(S_i - S_m)^2}{n \times PPA}} \quad (4)$$

Em que, $Volat_{it}$ diz respeito à volatilidade da ação i no período t , S_i é o logaritmo nigeriano das cotações da ação i no período t (d_i/d_{i-1}), $i = 1, \dots, n$, S_m é a média de $S_1, S_2, S_3, \dots, S_n$, e PPA são os períodos por ano.

e) Emissão de *American Depositary Receipts* (ADR)

Para Sakamoto (2011), com objetivo de aumentar a visibilidade internacional, com avanço de liquidez nas negociações de títulos, captando recursos com taxas inferiores às praticadas no mercado interno, além da busca pela eficiência informacional pela redução das operações de arbitragem, há um avanço na discussão sobre a relevância das companhias brasileiras emitirem DRs (Depositary Receipts), em especial os ADRs (American Depositary



Receipts), ou seja, títulos emitidos pelas firmas, os quais são negociados fora do mercado doméstico, em que no caso das ADRs se referem ao mercado norte-americano (Camargos, Gomes & Barbosa, 2006). No caso desta pesquisa, criou-se uma variável *dummy* que assumiu valor 1 quando a empresa emitiu e negociou ADR na bolsa de Nova York e 0 nos demais casos.

f) Governança Corporativa

A assimetria de informação aplicada ao escopo das organizações pode vir a ocasionar os problemas conhecidos como custo de agência, na qual em diversos países, bem como no caso do Brasil, é percebido a presença de firmas que têm enfrentado inúmeros obstáculos devido à ausência de participação dos acionistas. Assim, com intuito de tornar a relação entre gestor e acionista mais clara, surgiram teorias sobre governança corporativa (Moreiras, 2010).

Nesse sentido, para Procianoy e Verdy (2009) os níveis diferenciados de Governança Corporativa - Nível 1 e Nível 2 - e o Novo Mercado são segmentos de listagem implantados a partir de 2000 pela BOVESPA, com o intuito de valorizar as empresas, ao passo que firmas que aderem à Governança proporcionam aos investidores um avanço nos direitos societários dos acionistas minoritários através da qualidade das informações divulgadas, e com isso, uma maior disposição dos investidores em adquirir ações, pelo melhor preço e pela maior confiança. No caso desta pesquisa, foi criada uma variável *dummy* para categorizar as firmas listadas nos níveis de Governança Corporativa (N1, N2 ou NM) atribuindo-se valor 1 e 0 aos demais casos.

4.2. Indicadores para Estrutura de Capital

A partir do banco de dados da Economatica®, foram selecionados 4 (quatro) indicadores referentes a Estrutura de Capital, exibidos no Quadro 1, no que se refere ao capital próprio e capital de terceiros das empresas abertas. Em que, no que tange ao endividamento de curto prazo e o endividamento de longo prazo, esses foram divididos em 3 (três) grupos, cada, levando em consideração o percentual da dívida entre 0% a 33,33%, 33,34% a 66,66% e 66,67% a 100%, com intuito de confrontar esses dados com os indicadores de assimetria da informação.

Quadro 1 - Indicadores de Estrutura de Capital.

Indicadores	Fórmulas	Descrição
Endividamento de Curto Prazo	$\frac{PC}{PC + PNC}$	Relação entre Passivo Circulante e Exigível Total (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante).
Endividamento de Longo Prazo	$\frac{PNC}{PC + PNC}$	Relação entre Passivo Não Circulante e Exigível Total (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante).
Endividamento Geral	$\frac{PC + PNC}{AT}$	Relação entre Exigível Total (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) e Ativo Total.
Dependência Financeira de Capital Próprio	$\frac{PL}{AT}$	Relação entre Patrimônio Líquido e Ativo Total.

4.3. Procedimento Estatístico

Para análise da diferença das médias entre os indicadores de assimetria de informação e a estrutura de capital das companhias listadas na BM&FBOVESPA foi utilizado o teste Kruskal-Wallis, um método não paramétrico que é utilizado para verificar se K amostras ($k > 2$) independentes decorrem de populações com medianas idênticas. Possui a mesma eficácia



em relação ao teste F ANOVA de fator único, sendo uma alternativa não-paramétrica à Análise de Variância (Stevenson, 1981).

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas dos indicadores de assimetria da informação e da estrutura de capital das empresas de capital aberto. Nos dados descritos, é possível verificar que, no que se refere aos indicadores de assimetria, é observada a volatilidade como índice de maior expressão (42,333) em relação ao market-to-book, retorno anormal, e beta, sugerindo que há uma alta volatilidade do mercado acionário brasileiro, o que pode vir a provocar um avanço do nível de incerteza em relação aos eventos futuros. Vale lembrar que o indicador volatilidade apresentou o erro padrão elevado, ou seja, com amostra heterogênea.

Tabela 2 - Estatísticas descritivas dos indicadores de assimetria e estrutura de capital. 2010-2014.

Indicadores	Média	Mediana	Erro Padrão	Mínimo	Máximo
Market-to-book	0,903	0,562	1,046	0,013	8,722
Retorno Anormal	2,514	-2,465	47,132	-94,520	502,310
Beta	0,658	0,570	0,739	-2,480	7,250
Volatilidade	42,333	33,510	39,249	15,280	655,160
ADR (<i>dummy</i>)	0,147	0,000	0,355	0,000	1,000
Governança (<i>dummy</i>)	0,782	1,000	0,413	0,000	1,000
Endividamento de Curto Prazo	35,303	28,740	26,246	0,030	100,000
Endividamento de Longo Prazo	64,697	71,260	26,246	0,000	99,970
Endividamento Geral	66,278	57,750	96,864	7,520	2594,770
Dependência Financeira de Capital Próprio	33,722	42,250	96,864	-2494,770	92,480

Nas variáveis *dummys* de assimetria da informação, é observada a relevância da Governança Corporativa, com uma média de 0,782, mostrando que os benefícios das melhorias dos negócios, algo almejado pelas empresas de capital aberto, mesmo que tenham a necessidade de ter certas disciplinas que envolvem esse sistema.

Além disso, nos estudos desenvolvidos por Brito, et al. (2007) e Bastos e Nakamura (2009) ao analisar a dívida das firmas, verificaram uma predominância de dívidas de curto prazo em companhias nacionais, ou seja, com uma maior alavancagem em termos contábeis, tendo como argumento a possível escassez de crédito de longo prazo.

No entanto, na presente pesquisa, no período analisado entre 2010 à 2014, em média o endividamento de longo prazo (64,697) apresentou-se maior que o endividamento de curto prazo (35,303), o que condiz com os estudos de Albanez, Valle e Corrar (2012), que verificaram que o nível médio de endividamento das companhias da amostra no período de 1997 a 2007 é de 28,47%, sendo utilizados mais recursos de longo prazo, com média de 15,32%, contra 13,16% de endividamento de curto prazo.

A tabela 3 apresenta as médias de cada indicador de assimetria da informação e estrutura de capital, por ano. No que tange ao Market-to book merece destaque o fato de que além da variação das medianas, há uma tendência a redução das médias ao longo dos anos (com exceção ao ano de 2012, com média 1,016), em que vale ressaltar que tal indicador sendo igual a 1 (um) evidencia que o valor de mercado é igual ao valor contábil, e quando está medida avançada (como ocorreu no ano de 2010 e 2012), indica que o mercado reconhece um



valor superior em relação ao que a contabilidade consegue mensurar ou, ao contrário, vale menos do que a contabilidade reconhece (Almeida, Lopes & Corrar, 2011).

No que se refere ao indicador de risco beta, com exceção ao ano de 2013, com média 0,742, e 2014, com média 0,649, há uma tendência ao aumento desse índice. Vale salientar que, de acordo com o Garcia (1997), as distorções oriundas pela assimetria de informação entre os acionistas e o capital de terceiros ocorrem por que os acionistas procuram elevar o nível de risco operacional das firmas, as custas do detentor de títulos das dívidas, com intuito de maximizar sua riqueza. Ainda, quanto a volatilidade, apresentou uma variação irregular com aumento e diminuição das médias, sendo essa uma característica do mercado brasileiro.

Marcon (2002) destaca que, emissão de ações em outros mercados pode vir a reduzir o custo de capital, sendo uma ferramenta para o desenvolvimento econômico de uma nação, pois investimentos que antes não apresentavam taxas de retorno atrativas passam a ser viabilizados, gerando emprego e renda. No entanto, nos resultados desta pesquisa, na tabela 3, a emissão de ADR, apresentou médias que oscilaram, e não tão elevadas ao longo dos anos.

Quanto ao indicador de governança corporativa, há um avanço do percentual da média nos anos analisados, o que mostra a credibilidade desse mecanismo de transparência, controle e boa gestão, em relação ao nível tradicional, bem como corrobora com o estudo de Medeiros (2013), que obteve como resultado de pesquisa, no setor têxtil, que as companhias que estão listadas em algum nível de governança apresentam diferenças de médias significativas.

Ainda, apesar de o endividamento geral, bem como a dívida de curto e longo prazo, apresentarem uma oscilação das médias ao longo dos períodos analisados, é observado que em todos os anos a dívida de longo prazo é mais evidente (em relação ao curto prazo), mostrando uma possível relação positiva no comportamento das firmas brasileiras quanto ao modo de gerir suas fontes de financiamento, e sugerindo mudanças nas linhas de crédito a longo prazo.

Dessa forma, uma proporção mais evidente da dívida de longo prazo (imprescindível no financiamento do ativo não circulante), em relação ao endividamento de curto prazo (relevante no financiamento do ativo circulante), pode vir a proporcionar um tempo maior para as companhias adquirirem os recursos para que sejam quitados os compromissos (GOMES, 1999).

Na tabela 4, são exibidas as médias dos indicadores de assimetria da informação e estrutura de capital, pelos setores de atuação das firmas. Em que, o setor de Software e dados apresentou market-to-book como variável de média mais elevada. O setor Têxtil mostrou-se com maior indicador de Retorno Anormal.

Além disso, o setor de Fundos apresentou-se com indicador de maior volatilidade, bem como de risco beta, sendo que este resultado pode ter ocorrido pelo fato de que na amostra há apenas uma empresa desse setor, uma firma relacionada a fundos de investimentos, a medida em que há uma relação direta entre os riscos dos investimentos e os retornos das ações, ou seja, quanto maior a possibilidade do retorno, maior é o risco.

Ressalta-se, ainda, que o setor de Telecomunicações apresentou o maior indicador de emissão de *American Depositary Receipts* (ADR), o que sugere a relevância do Plano Geral de Outorgas de Serviço de Telecomunicações, prestado no regime público, estabelecido pelo Decreto N° 6.654, de 20 de novembro de 2008, que determinou critérios de concorrência do setor, com regras para abertura do mercado, pela divisão das regiões, e consequentemente ampliando as oportunidades de desenvolvimento do setor em meio a globalização.

Assim, sabendo-se que, de acordo com Silveira, Perobelli e Barros (2008) as empresas que emitem ADRs, e aderem aos níveis diferenciados de Governança Corporativa precisam se adequar aos níveis mais exigentes da governança, no que tange ao indicador de Governança



Corporativa, seis setores apresentaram a média mais elevada (1,000), são eles: Agro e Pesca; Finanças e Seguro; Máquinas Industriais; Minerais não Met.; Papel e Celulose e Química.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas dos indicadores de assimetria e estrutura de capital, por ano. 2010-2014.

Ano	Est	Market-to-book	RA	Beta	Vol	ADR (dummy)	Gov (dummy)	End CP	End LP	End Geral	DFCP
2010	Média	1,039	26,658	0,458	38,671	0,149	0,716	35,371	64,629	65,017	34,983
	Mediana	0,705	15,120	0,480	33,430	0,000	1,000	29,200	70,800	57,955	42,045
	Erro padrão	1,004	61,903	0,574	20,884	0,357	0,452	25,069	25,069	49,268	49,268
2011	Média	0,877	-10,288	0,669	43,247	0,147	0,761	36,115	63,885	78,865	21,135
	Mediana	0,512	-13,990	0,580	36,070	0,000	1,000	28,690	71,310	57,850	42,150
	Erro padrão	1,050	35,281	0,660	30,306	0,355	0,428	27,509	27,509	202,234	202,234
2012	Média	1,016	19,695	0,745	41,600	0,151	0,795	36,131	63,869	64,240	35,760
	Mediana	0,553	23,580	0,580	33,495	0,000	1,000	29,820	70,180	60,510	39,490
	Erro padrão	1,291	46,695	0,704	36,635	0,359	0,405	25,862	25,862	37,579	37,579
2013	Média	0,868	-6,039	0,742	47,052	0,142	0,795	33,937	66,063	64,385	35,615
	Mediana	0,543	-7,160	0,535	30,535	0,000	1,000	25,970	74,030	57,100	42,900
	Erro padrão	1,007	39,656	1,055	65,207	0,350	0,405	27,046	27,046	45,016	45,016
2014	Média	0,734	-14,250	0,649	40,465	0,148	0,834	35,069	64,931	59,213	40,787
	Mediana	0,445	-15,290	0,700	33,590	0,000	1,000	30,820	69,180	56,800	43,200
	Erro padrão	0,806	34,636	0,515	21,760	0,356	0,373	25,778	25,778	24,068	24,068

Notas: Est é Estatística; RA é Retorno Anormal; Vol é Volatilidade; Gov é Governança Corporativa; End CP é Endividamento de Curto Prazo; End LP é Endividamento de Longo Prazo; End Geral é Endividamento Geral; DFCP é Dependência Financeira de Capital Próprio.

Pode-se verificar que, quanto ao endividamento de curto e longo prazo, em relação aos 21 setores da amostra, apenas os setores de Fundos, Minerais não Met. e Têxtil, apresentaram um endividamento de curto prazo maior que o de longo prazo. O setor que possui o maior endividamento de curto prazo é o de Fundos. E o de longo prazo, Papel e Celulose. Na medida em que, o setor de Siderúrgica e Metalúrgica demonstrou o maior endividamento geral.



O setor de Fundos apresentou a maior média quanto ao indicador de Dependência Financeira de Capital Próprio (92,480), logo em seguida o setor de Finanças e Seguro (54,030), e depois Agro e Pesca (50,251). Neste setor, para Bonacim, Gaio e Ambrozini (2009), com o avanço da demanda internacional pelos produtos ofertados pelo agronegócio do Brasil, tem ocorrido incentivo às firmas a melhorar sua produção e rentabilidade, havendo destaque ao cultivo de derivados de cana-de-açúcar, como exemplo.

Corroborando com o estudo de Albanez e Valle (2009), com resultados de coeficientes negativos significativos, em que firmas mais arriscadas são menos endividadas que as demais devido a sua maior probabilidade de *default* e menor realização de financiamentos. Quanto ao indicador beta, é verificado no setor de Fundos, a maior média (2,510), em que apesar de ter a maior média de dívida de curto prazo (75,000), em contrapartida possui a menor média de dívida de longo prazo (25,000), bem como, menor média de dívida geral (7,520). Vale ressaltar que na amostra há apenas uma firma nesse setor, o que pode ter impactado esse resultado.



Setores	Market-to-book	Retorno Anormal	Beta	Volatilidade	ADR (dummy)	Governança (dummy)	End CP	End LP	End Geral	DFCP
Agro e Pesca	0,460	-8,595	0,504	46,180	0,286	1,000	46,138	53,862	49,749	50,251
Alimentos e Beb	0,848	0,369	0,788	55,605	0,161	0,629	38,483	61,517	71,132	28,868
Comércio	1,318	12,828	0,830	36,278	0,093	0,778	33,444	66,556	68,284	31,716
Construção	0,450	-9,132	0,958	41,243	0,063	0,975	41,703	58,297	58,731	41,269
Eletroeletrônicos	0,553	11,564	0,418	48,971	0,000	0,588	44,848	55,152	73,111	26,889
Energia Elétrica	0,670	6,144	0,503	30,109	0,301	0,831	22,127	77,873	58,857	41,143
Finanças e Seguro	1,977	2,631	0,510	34,038	0,000	1,000	39,509	60,492	45,970	54,030
Fundos	0,413	-64,470	2,510	460,980	0,000	0,000	75,000	25,000	7,520	92,480
Máquinas Indust	0,779	-5,855	0,224	35,957	0,000	1,000	44,035	55,965	62,282	37,718
Mineração	0,533	-27,447	1,141	48,521	0,313	0,938	20,810	79,190	55,639	44,361
Minerais não Met.	0,921	10,837	0,294	31,089	0,000	1,000	64,413	35,588	55,521	44,479
Outros	1,031	4,477	0,623	43,986	0,055	0,749	36,501	63,499	56,264	43,736
Papel e Celulose	0,390	2,644	0,722	36,590	0,500	1,000	14,920	85,080	52,166	47,834
Petróleo e Gás	0,844	6,592	0,626	51,940	0,238	0,333	26,542	73,458	93,110	6,890
Química	0,493	3,849	0,536	33,676	0,348	1,000	36,747	63,253	65,715	34,285
Siderur & Metalur	0,546	-12,999	0,821	56,083	0,175	0,579	39,557	60,443	127,711	-27,711
Software e Dados	3,479	20,148	0,224	29,588	0,000	0,818	23,165	76,835	52,816	47,184
Telecomunicações	0,620	-0,198	0,320	34,667	1,000	0,467	20,623	79,377	53,415	46,585
Textil	1,743	25,593	0,586	37,147	0,000	0,732	52,717	47,283	59,284	40,716
Transporte Serviço	0,935	5,384	0,533	33,342	0,176	0,922	23,897	76,103	66,943	33,057
Veículos e peças	0,597	1,833	0,645	46,534	0,125	0,750	36,039	63,961	71,824	28,177

Tabela 4 - Médias dos indicadores de assimetria da informação e estrutura de capital, por setor. 2010-2014.

Notas: End CP é Endividamento de Curto Prazo; End LP é Endividamento de Longo Prazo; End Geral é Endividamento Geral; DFPC é Dependência Financeira de Próprio.

Tabela 5 - Estatística descritiva dos indicadores de Assimetria de Informação em relação aos Grupos de Endividamento de Curto Prazo. 2010-2014.

Dívida de Curto Prazo	Estatísticas	Market-to-book	Retorno Anormal	Beta	Volatilidade	ADR (dummy)	Governança (dummy)
0% A 33,33%	Média	0,868	7,129	0,644	34,959	0,210	0,810
	Mediana	0,611	-0,140	0,560	32,010	0,000	1,000
	Erro padrão	0,806	45,847	0,640	15,583	0,407	0,393
33,34% A 66,66%	Média	0,875	0,940	0,679	41,684	0,084	0,815
	Mediana	0,512	-2,320	0,610	36,130	0,000	1,000
	Erro padrão	0,992	44,120	0,721	20,909	0,278	0,389
66,67% A 100%	Média	1,111	-13,347	0,668	74,842	0,027	0,591
	Mediana	0,432	-18,865	0,545	45,150	0,000	1,000
	Erro padrão	1,788	55,173	1,092	90,997	0,164	0,494

Na tabela 5 é exibida a estatística descritiva dos indicadores de Assimetria de Informação em relação aos Grupos de dívida de Curto Prazo, no período de 2010 a 2014. Na qual, percebe-se que o maior indicador de assimetria Market-to-book, com média 1,111, está presente entre 66,67% a 100% da dívida de curto prazo, em relação a dívida de longo prazo. Por sua vez, no grupo de dívida de curto prazo, que vai de 0% a 33,33% é verificado o maior Retorno Anormal, dessa forma, observa-se a maior presença desse indicador no endividamento de longo prazo (entre 66,67% a 100%).

Além disso, apesar de o maior indicador de risco beta (0,679), ser verificado entre os 33,34% a 66,66%, tanto na dívida de curto prazo, quanto de longo prazo, em contrapartida, há uma predominância do indicador de assimetria da informação volatilidade (74,842), entre 66,67% a 100% da dívida de curto prazo. Validando os estudos de Jorge e Armada (2001), ao relatarem que a volatilidade implica na redução da capacidade de cumprir compromissos, aos custos do endividamento, e que havendo uma variação nos resultados operacionais, há relação negativa com a dívida de longo prazo, sendo positiva com a dívida de curto prazo.

Quanto a variável ADR, entre apenas 0% a 33,33% da dívida de curto prazo é verificada uma maior incidência desse indicador, ou seja entre 66,67% a 100% da dívida de longo prazo observa-se a maior média de ADR. Esse resultado condiz com o argumento de Marcon (2002) de que um auxílio aos recursos de longo prazo para as firmas é essencial para a retomada do desenvolvimento da economia, e ainda, o avanço do custo de capital local e a pouca representatividade do mercado de capitais no Brasil estimularam companhias a buscarem na internacionalização da estrutura de capital uma opção para o seu financiamento de longo prazo.

Medeiros (2013), em suas pesquisas, obteve como resultado que companhias que aderem a algum nível de governança têm uma média de endividamento menor. Nesse sentido, percebe-se, na tabela 5, que entre 33,34% a 66,66%, tanto na dívida de curto prazo, quanto de longo prazo, é observada a maior média de governança (0,815), e entre 66,67% a 100%, uma média de 0,810 da dívida de longo prazo, confirmando as ideias de Silveira, Perobelli e Barros (2008), que em suas análises, é demonstrada significativa influência, com sentido positivo, das práticas de governança sobre a alavancagem financeira, sugerindo que a governança pode ser determinante da estrutura de capital.

A tabela 6 evidencia o teste de diferença de médias Kruskal Wallis dos indicadores de assimetria da informação no que tange Grupo de Endividamento de Curto Prazo e Grupo de Endividamento de Longo Prazo. Em que, adotou-se para a interpretação dos resultados o nível de significância (p-value) de 5%, ou seja, $\alpha = 0,5$. Dessa forma, com o p-value (nível de significância) medido menor que o nível de significância escolhido α , a hipótese nula é rejeitada para os indicadores de assimetria Market-to-book, Retorno Anormal, Volatilidade, ADR e Governança, tanto no grupo de dívida de curto prazo, quanto no grupo de dívida de

longo prazo, indicando que as médias são estatisticamente distintas. Enquanto que, a hipótese nula não foi rejeitada para o indicador de risco Beta, entre os dois grupos de endividamento analisados.

Tabela 6 - Teste de diferenças de médias Kruskal Wallis. 2010-2014.

Hipótese Nula	Sig.	Decisão	
		GECP	GELP
Distribuição do <i>Market-to-book</i> é idêntica entre GECP e GELP.	0,003	Rejeitar	Rejeitar
Distribuição do Retorno Anormal é idêntica entre GECP e GELP.	0,000	Rejeitar	Rejeitar
Distribuição do Beta é idêntica entre GECP e GELP.	0,723	Não rejeitar	Não rejeitar
Distribuição do Volatilidade é idêntica entre GECP e GELP.	0,000	Rejeitar	Rejeitar
Distribuição do ADR é idêntica entre GECP e GELP.	0,000	Rejeitar	Rejeitar
Distribuição do Governança é idêntica entre GECP e GELP.	0,000	Rejeitar	Rejeitar

Notas: Sig é Significância; GECP é Grupo de Endividamento de Curto Prazo; GELP é Grupo de Endividamento de Longo Prazo; Nível de Significância é 0,05.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa analisou como se apresentam os indicadores de assimetria de informação das empresas abertas no Brasil com diferentes estruturas de capital. Em que, ao identificar *proxies* indicadoras de assimetria de informação nas negociações de ações das empresas abertas no mercado brasileiro de capitais, foram selecionadas as seguintes *proxies* indicadores de assimetria para o estudo: *Market-to-book*, Retorno Anormal, Beta, Volatilidade, *American Depositary Receipts* e Governança Corporativa.

Ainda, ao verificar a estrutura de capital de curto e longo prazo das firmas abertas no mercado brasileiro de capitais, entre 2010 a 2014, em média a dívida de longo prazo mostrou-se mais evidente, em relação a dívida de curto prazo, o que propicia um tempo maior para adquirir os recursos para quitar os compromissos. Ao passo que dos 21 setores da amostra, apenas 3 setores tiveram a dívida de curto prazo em maior destaque, em relação ao endividamento de longo prazo. Quanto o setor de Fundos, apresentou a maior média do indicador de Dependência Financeira de Capital Próprio.

Ao investigar a relação da assimetria de informação com a estrutura de capital das empresas abertas no mercado brasileiro de capitais, no que se refere a dívida de curto prazo e a dívida de longo prazo, estes foram divididos em 3 (três) grupos, cada, levando em consideração o percentual da dívida entre 0% a 33,33%, 33,34% a 66,66% e 66,67% a 100%.

Concluindo-se que, apesar de o Beta está entre 33,34% a 66,66% do Grupo de Endividamento de Curto Prazo e Grupo de Endividamento de Longo Prazo, o indicador *Market-to-book* apresenta-se mais forte na dívida de Curto Prazo. Bem como, a volatilidade, o que neste caso reduz a capacidade de pagar as dívidas. Todavia, tanto o Retorno Anormal, quanto ADR, mostrou-se mais evidente no Grupo de Endividamento de Longo Prazo. Quanto a Governança, a maior média está entre 33,34% a 66,66% da dívida de curto e longo prazo, sugerindo, que a governança pode ser determinante da estrutura de capital.

Vale ressaltar que, pelo teste de média Kruskal Wallis, a hipótese nula foi rejeitada em 5 indicadores de assimetria, tanto no Grupo de dívida de Curto Prazo, quanto no Grupo de dívida de Longo Prazo. Com exceção ao beta, na qual não foi identificada diferença entre os grupos, ou seja, a estrutura de capital não afetou o risco das empresas, medido pelo seu beta.

Por fim, atenta-se para as limitações da pesquisa, tanto pelo período de análise ser entre apenas 2010 a 2014, quanto pela limitação das firmas selecionadas para amostra, ou seja, o estudo não deve ser generalizado. No entanto, não deve ser invalidado, tendo em vista suas principais contribuições, tais como, as relações entre os indicadores de assimetria da informação com as diversas estruturas de capital das empresas abertas no Brasil.

REFERÊNCIAS

- Akerlof, G. (1970). The Market for “Lemons”: *Quality and the Market Mechanism*. *Quarterly Journal of Economics*, n. 84.
- Albarez, T.; & Valle, M. R. (2009). Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileira. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), pp. 6-27.
- Albarez, T.; Valle, M. R.; & Corrar, L. J. (2012). Fatores institucionais e assimetria Informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. *RAM, Rev. Adm. Mackenzie*, 13(2), pp. 76-105.
- Almeida, J. E. F.; Lopes, A. B.; & Corrar, L. J. (2011). Gerenciamento de Resultados para Sustentar a Expectativa do Mercado de Capitais: Impactos no Índice Market-To-Book. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(1), pp. 44-62.
- Antunes, M. A.; & Procianny, J. (2003). Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 38(1), pp. 5-14.
- Balassiano, M. (2012). *Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, Brasil.
- Bastos, D. D.; & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, USP, 20(50), pp. 75-94.
- Belo, N. M.; & Brasil, H. G. (2006). Assimetria informacional e eficiência semiforte de mercado. *RAE*, Edição especial Minas Gerias, 46, pp. 48-57.
- Brasil, (2015). *Decreto Nº 6.654, de 20 de novembro de 2008*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Decreto/D6654.htm> Acesso em: 22 Jul.
- Brito, G. A. S.; Corrar, L. J.; & Batistella, F. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, USP, São Paulo, n. 43, pp. 9-19.
- Brown, S. J.; Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, v. 14, pp. 3-31.
- Brunetti, L. (2010). *Assimetria de informação no mercado brasileiro de saúde complementar: testando a eficiência dos planos de com seguro*. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Universidade de São Paulo, Piracicaba, Brasil.
- Bonacim, C. A. G.; Gaio, L. E.; & Ambrozini. (2009). Alavancagem financeira e tangibilidade dos ativos das empresas brasileiras do agronegócio no período pós-plano real. *Custos e @gronegócio*, 5(2), pp. 15-31.
- Camargos, M.A.; & Barbosa, F. V. (2003). Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, 10(1) pp. 43-58.
- Camargos, M. A.; Gomes, G. D.; & Barbosa, F. V. (2003). Integração de mercados e arbitragem com títulos transfronteiriços: adrs – american depositary receipts. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(2), pp.51-67.
- Camargos, M. A.; Gomes, G. D.; & Barbosa, F. (2006). Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 41(1), pp.43-58.
- Clarke, J.; & Shastri, K. (2000). On information asymmetry metrics. *Working Paper*.

- Coutinho, E. S.; Amaral, H. F.; & Bertucci, L. A. (2006). O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras. *Revista de Administração USP*, 41(2), pp.197-207.
- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: theory and practice*. 2. ed. New York: John Wiley.
- Dantas, R. F.; & Desouza, S. A. (2008). Modelo de risco e decisão de crédito baseado em estrutura de capital com informação assimétrica. *Pesquisa Operacional*, 28(2), pp.263-284.
- David, M.; Nakamura, W. T.; & Bastos, D. D. (2009). Estudo dos modelos *trade-off* e *pecking Order* para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000-2006). *RAM – revista de administração mackenzie*, 10(6), pp. 132-153.
- Denardin, A. A. (2007). *Assimetria de informação, intermediação financeira e o mecanismo de transmissão da política monetária: evidências teóricas e empíricas para o canal do empréstimo bancário no Brasil (1995-2006)*. (Doutorado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Brasil.
- Frank, M. Z.; & Goyal, V. K. (2007). Trade-off and Pecking Order Theories of Debt. *SSRN*, pp. 85.
- Garcia, F. G. (1997). Verificação da existência de assimetria de informação no processo de emissão de ações no mercado brasileiro. *EAESP/FGV/NPP - Núcleo de Pesquisas e Publicações*, relatório de pesquisa nº 28.
- Gomes, G. L. (1999). *Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores*. Dissertação (Mestrado em Administração), COPPEAD, maio, UFRJ, Brasil.
- Iquiapaza, R. A.; Amaral, H. F.; Lage, P. P. C.; & Bertucci, L. A. (2009). Informação dos *Insiders* e seu Efeito sobre os Preços em duas Formas de Emissão de Ações na Bovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, UFMG, Belo Horizonte, 20(2), pp. 15-37.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Versão 2010. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 17 fev.
- Jensen, M. C.; & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- Jorge, S.; & Armada, M. J. R. (2001). Factores Determinantes do Endividamento: uma Análise em Painel. *RAC*, 5(2), pp. 9-31.
- Lanzana, A. P. (2004). *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia e Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Lima, E. C. P. (1997). *Privatização e desempenho econômico: teoria e evidência empírica* (Texto para discussão, n. 532). Brasília, DF: IPEA. Disponível em: <<http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/2390>> Acesso em: 03 fev. 2015.
- Marcon, R. (2002). *O custo de capital próprio das empresas brasileiras – O Caso dos American Depositary Receipts (ADRs)*. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina: Florianópolis, Brasil.
- Marques, F. M. R. (2009). *Redução da assimetria de informação na revisão tarifária da distribuição de gás canalizado no Brasil: Proposta de uma Metodologia Baseada na Análise da Geração de Valor*. Tese (Doutorado em Energia), Programa de Pós-Graduação em Energia da Universidade de São Paulo, Brasil.
- Martins, O. S. (2012). *Relações entre a assimetria de informação e as características das empresas no mercado acionário brasileiro*. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UNB/ UFRN/ UFPB: João Pessoa, Brasil.

- Medeiros, N. C. D. (2008). *Estrutura de capital e assimetria de Informação: um estudo em empresas brasileiras de capital aberto dos setores têxtil e de energia elétrica*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Lavras, Brasil.
- Medeiros, O. R.; & Daher, C. (2008). Testando Teorias Alternativas sobre a Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. *RAC*, Curitiba, 12(1), pp. 177-199.
- Modigliani, F.; & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, pp. 261-297.
- Moreiras, L. M. F. (2010). *Os efeitos da governança corporativa sobre a informação assimétrica*. Tese (Doutorado e Administração). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil.
- Myers, S. C.; Majluf, & N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, 13(2), pp. 197-221.
- Myers, Stewart C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 81-102.
- Murcia, F. D.; Souza, F. C.; Dill, R. P.; Junior, & N. C. A. C. (2011). Impacto do nível de disclosure corporativo na volatilidade das ações de companhias abertas no Brasil. *Revista de Economia e Administração*, 10(2), pp. 196-218.
- Nicholson, W.; & Snyder, C. (2008). *Microeconomic theory: basic principles and extensions*. 10 th. Ed. Thomson Higher Education, Natorp Boulevard Mason, USA.
- Pires, C.O.; & Macagnan, C. (2013). Governança corporativa e assimetria de Informação: uma revisão desta relação. *Revista Brasileira de Administração Científica*, Aquidabã, 4(4), pp. 80-94.
- Procianoy, J.; & Verdi, R. (2009). Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 –Determinantes e Consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, 7(1), pp. 108-136.
- Rocha, I.; Pereira, A. M.; Bezerra, F. A.; & Nascimento, S. (2012). Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. *REGE*, 19(2), pp. 327-340.
- Sakamoto, F. A. A. (2011). Diferença de preços entre adrs e ações de empresas Brasileiras como oportunidade de arbitragem. *Finanças Aplicadas*, 1, pp. 1-14.
- Silva, L. S. A.; & QUELHAS, O. L. (2006). Sustentabilidade Empresarial e o Impacto no Custo de Capital Próprio das Empresas de Capital Aberto. *Gestão & Produção*, 13(3), pp. 385-395.
- Silveira, A. D. M.; Perobelli, F. F. C.; & Barros, L. A. B. C. (2008). Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. *RAC*, Curitiba, 12(3), pp. 763-788.
- Stevenson, W. J. (1981). *Estatística aplicada à Administração*. Tradução: Alfredo Alves de Farias. São Paulo: Harper & Row do Brasil.
- Williamson, O, E. (1992). Markets, hierarchies, and the modern corporation. *Journal of Economic Behavior and Organization*, North-Holland, University of California, Berkeley, CA, USA.