

## **MFC566 - A RELEVÂNCIA DA ADOÇÃO DO BOLETIM DE VOTO A DISTÂNCIA NA REDUÇÃO DA ASSIMETRIA INFORMACIONAL NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**

### **Autoria**

Leony Alexandre Gabriel Soares  
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA ( JOÃO PESSOA )

### **Resumo**

Este trabalho investigou a relevância da adoção do boletim de voto à distância na redução da assimetria informacional em empresas de capital aberto listadas na B3. Alicerçado na Teoria dos Mercados Eficientes (Fama, 1970) e na Teoria da Agência (Jensen; Meckling, 1976). Nesse contexto, destaca-se o modelo LK, de Lin e Ke (2011), com inferência bayesiana, que busca mensurar a probabilidade de negociação com informação privilegiada (PIN); bem como se utilizou a métrica desenvolvida por Martinez e Dummer (2014), que consiste em mensurar o erro na previsão de lucros dos analistas (EPA). Para a realização deste estudo foram coletados os dados sobre as negociações de 445 ações de empresas de capital aberto listadas na B3 entre o período de 01 de julho de 2016 a 29 de junho de 2017. Para as amostras que atenderam aos pressupostos de normalidade e homocedasticidade foi realizado o teste t de student, enquanto para as amostras que não atenderam aos pressupostos se utilizou os testes não paramétricos de Wilcoxon ? MWW. Na comparação entre os grupos com mais de duas observações foi aplicado o teste ANOVA e ANOVA robusto. De modo geral, não foram encontradas diferenças significativas nas proxies de assimetria informacional entre os grupos das empresas que aderiram ou não ao boletim de voto à distância. Os resultados apontam que essa ferramenta de votação à distância precisa ser mais bem explorada pelas companhias, uma vez que a redução da assimetria informacional pode impactar no custo do seu capital, bem como na liquidez de seus títulos.

## A RELEVÂNCIA DA ADOÇÃO DO BOLETIM DE VOTO À DISTÂNCIA NA REDUÇÃO DA ASSIMETRIA INFORMACIONAL NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

### RESUMO

Este trabalho investigou a relevância da adoção do boletim de voto à distância na redução da assimetria informacional em empresas de capital aberto listadas na B3. Alicerçado na Teoria dos Mercados Eficientes (Fama, 1970) e na Teoria da Agência (Jensen; Meckling, 1976). Nesse contexto, destaca-se o modelo LK, de Lin e Ke (2011), com inferência *bayesiana*, que busca mensurar a probabilidade de negociação com informação privilegiada (PIN); bem como se utilizou a métrica desenvolvida por Martinez e Dummer (2014), que consiste em mensurar o erro na previsão de lucros dos analistas (EPA). Para a realização deste estudo foram coletados os dados sobre as negociações de 445 ações de empresas de capital aberto listadas na B3 entre o período de 01 de julho de 2016 a 29 de junho de 2017. Para as amostras que atenderam aos pressupostos de normalidade e homocedasticidade foi realizado o teste t de *student*, enquanto para as amostras que não atenderam aos pressupostos se utilizou os testes não paramétricos de *Wilcoxon* – MWW. Na comparação entre os grupos com mais de duas observações foi aplicado o teste ANOVA e ANOVA robusto. De modo geral, não foram encontradas diferenças significativas nas proxies de assimetria informacional entre os grupos das empresas que aderiram ou não ao boletim de voto à distância. Os resultados apontam que essa ferramenta de votação à distância precisa ser mais bem explorada pelas companhias, uma vez que a redução da assimetria informacional pode impactar no custo do seu capital, bem como na liquidez de seus títulos.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Assimetria de Informação; Boletim de Voto à Distância.

### 1 INTRODUÇÃO

A geração de valor e o retorno financeiro, por parte das companhias, são fundamentais ao processo decisório dos acionistas. Neste ambiente, segundo Bushman et al., (2004) vasto de medidas regulamentares que denotam pouco efeito, diversas práticas exigidas apresentam-se ineficazes, tornando necessária às empresas proporcionarem, através de um conjunto de informações, uma visão de como será alcançado um bom desempenho no futuro, objetivando reduzir as incertezas de seus usuários.

Nesse sentido, vários mercados emergentes já fizeram progressos substanciais na atualização de suas práticas de governança corporativa e, à medida que suas instituições continuam a emergir, eleva-se sua qualidade. Neste ambiente se encontra o mercado de capitais brasileiro, no qual as companhias tendem a aderir melhores práticas de governança, mostrando-se aos investidores como uma viável alternativa de capitalização (Cornelius, 2005).

O *disclosure* voluntário, por sua vez, apresenta-se como um diferencial competitivo às empresas, que, por meio da divulgação constante de informações, busca aproximar os investidores da real situação da companhia e das decisões que impactarão seu desempenho futuro. Aprofundando-se no entendimento de haver uma teoria que explique a influência da divulgação na tomada de decisão dos investidores, Dye (2001) afirma que a divulgação de informações pelas empresas está diretamente ligada à teoria dos jogos, ao admitir que a empresa irá divulgar a informação que lhe seja favorável e ocultar informações que lhes sejam desfavoráveis.

Associando a teoria dos jogos com a influência da divulgação na tomada de decisão dos investidores, pode-se inferir um jogo com interesses distintos, o qual contribui para um aumento no distanciamento informacional entre os gestores e os investidores (Dye, 2001). De

um lado, os gestores, que divulgam informações favoráveis à fluidez de seus papéis, do outro lado, os investidores, que avaliam as informações divulgadas, em busca da oportunidade de investimento com menor risco e maior retorno possível.

Esse distanciamento entre os usuários da informação denomina-se assimetria informacional, em que os agentes internos possuem mais informações que os agentes externos. Entretanto, a assimetria informacional não pode ser diretamente medida. Para isso, precisam-se estimar algumas *proxies* para representar a variável de assimetria de informação. Girão e Machado (2013), em seus estudos acerca da produção científica internacional, verificaram que, dentre as diversas métricas identificadas, as mais utilizadas para estimar a assimetria informacional foram: o *Bid-Ask Spread* (BAS); seguido de variáveis relacionadas à previsão dos analistas de investimentos (EPA); e a *Probability of Informed Trading* (PIN).

A atuação dos agentes internos, quando detentores de informações assimétricas, prejudica o andamento e desenvolvimento do mercado de capitais. Segundo Girão, Martins e Paulo (2014, p. 462-463) “Os agentes internos tentam maximizar a própria utilidade, acabando por expropriar os ganhos dos agentes externos, com menos acesso às informações sobre a firma”, ocasionando os conflitos de agência, que impactam não só o custo de capital das empresas, mas, também, aspectos como a volatilidade das ações, o volume de negócios, a intensidade do uso de informações privilegiadas e o problema de seleção adversa (Bharath; Pasquariello; Wu, 2008).

Uma forma de equilibrar os interesses dos acionistas e dos administradores é proporcionar uma participação mais efetiva dos minoritários nas decisões empresariais, fortalecendo assim, o seu poder de controle, tendo em vista que a os preços de ações sofrem forte influência das expectativas de expropriação dos ganhos dos agentes externos, por parte dos controladores (Okimura; Silveira; Rocha, 2007).

No entanto, os acionistas minoritários tendem a não usar mecanismos que aumentam sua representatividade na tomada de decisões. Sendo esse um dos maiores desafios das políticas instituídas no mercado de capitais: proteger os acionistas minoritários dos atos predatórios dos controladores (Leal; Saito, 2003).

Com o intuito de proporcionar maior proximidade entre a companhia e o acionista, bem como promover a governança corporativa e a valorização da empresa, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) criou o Boletim de Voto à Distância, que consiste em um documento eletrônico disponibilizado pela companhia, cujo conteúdo encontra-se previsto no Anexo 21-F da Instrução CVM 481/2009, e deve ser disponibilizado pela companhia até um mês antes da Assembleia Geral Ordinária (AGO). O documento fornece instruções para o acionista sobre o exercício do direito de voto e a sua participação na AGO, bem como todas as matérias da ordem do dia.

Em dezembro de 2015, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) edita a Instrução CVM 570/15, que torna facultativa às empresas a adoção da participação e a votação à distância, por parte de seus acionistas, com as adaptações estabelecidas na Deliberação CVM 741/2015, em razão da dispensa conferida às instituições escrituradoras. Já, a partir de janeiro de 2017, a CVM torna obrigatória a adoção para as companhias que, em 09 de abril de 2015 (data da publicação da Instrução CVM 561) tenham ao menos uma espécie ou classe de ação no Índice Bovespa (IBOVESPA) ou no Índice Brasil 100 (IBrX-100); e a partir de 2018, para as companhias abertas da categoria A<sup>1</sup> e autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores.

---

<sup>1</sup> Autorizadas a negociar de quaisquer valores mobiliários do emissor nos mercados regulamentados, abrangendo ações, debêntures, debêntures conversíveis, bônus de subscrição, nota comercial, contrato de investimento coletivo, certificados de depósito de valores mobiliários, certificados de recebíveis imobiliários, certificado de recebíveis de agronegócio e título de investimento coletivo

Visando atingir a redução da assimetria informacional e evitar problemas de subavaliação de bons ativos ou atribuição de valor excessivo a ativos de baixa qualidade, a empresa compromete-se a elevar seu nível de governança e adotar práticas diferenciadas que forneçam maior confiabilidade no momento em que suas ações estão sendo negociadas; destarte surge o seguinte problema de pesquisa abordado neste estudo: **qual é a relevância da adoção do boletim de voto à distância na redução da assimetria informacional em empresas de capital aberto listadas na B3<sup>2</sup>?**

Diante das discussões sobre a redução da assimetria informacional para os acionistas e para o mercado financeiro, este trabalho se torna relevante ao analisar, especificamente, se a adoção do boletim de voto à distância, nas empresas listadas na B3, reduz o problema da assimetria da informação.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Boletim de Voto a Distância

Durante a apresentação da primeira minuta para regulamentação das assembleias virtuais, em 2012, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), alguns problemas relacionados ao funcionamento do mercado de capitais foram identificados junto a advogados e investidores. A autarquia percebeu que era necessária uma ferramenta mais eficaz do que simples “reuniões via *Skype*” para que os acionistas se tornassem mais efetivos nas decisões empresariais.

Os investidores minoritários, segundo Diniz (2016), se sentem desestimulados a frequentar os encontros dos acionistas, por terem participação pouco relevante nas decisões da empresa; e isso não compensa um deslocamento até o local da assembleia. Outro problema encontrado foi relacionado ao calendário, pois muitas Assembleias Gerais Ordinárias (AGO's) acabam ocorrendo na mesma data e alguns investidores não conseguem participar de todas as assembleias presencialmente.

Em 2015, a CVM criou o “Boletim de Voto à Distância”, que consiste em um documento eletrônico disponibilizado pela companhia, cujo conteúdo encontra-se previsto no Anexo 21-F da Instrução CVM 481/2009, e deve ser disponibilizado pela companhia até um mês antes da assembleia. Com o intuito de proporcionar maior proximidade entre a companhia e o acionista, bem como promover a governança corporativa e a valorização da empresa, o documento fornece instruções para o acionista sobre o exercício do direito de voto e a sua participação na assembleia, assim como todas as matérias da ordem do dia.

O boletim, definido na norma e com layout padronizado, contém duas partes: uma de instruções sobre como deverá ser realizado o voto à distância, a forma como a companhia aceitará o envio, que tipos de exigências serão feitas em relação a comprovações de autenticidade, entre outros assuntos; e outra com a ordem do dia da assembleia em questão.

Posteriormente, dezembro de 2015, a CVM edita a Instrução CVM 570, que torna facultativa às empresas a adoção da participação e a votação à distância, por parte de seus acionistas, com as adaptações estabelecidas na Deliberação CVM 741/2015, em razão da dispensa conferida às instituições escrituradoras. Já, a partir de janeiro de 2017, a CVM torna obrigatória a adoção para as companhias que, em 09 de abril de 2015 (data da publicação da Instrução CVM 561) tenham ao menos uma espécie ou classe de ação no IBOVESPA ou no IBrX-100; e a partir de 2018, para as companhias abertas da categoria A e autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores.

---

<sup>2</sup> Brasil, Bolsa, Balcão (B3) é a bolsa de valores oficial do Brasil. Sediada na cidade de São Paulo, ela surgiu sob o formato atual após a fusão da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA S.A.) com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Iknmdkldn,IsTítulos (CETIP S.A.).

Em entrevista<sup>3</sup> ao Instituto Brasileiro de Relações com os Investidores (IBRI), sobre a implementação do sistema de voto à distância, o diretor da área de *Securities and Pension Services* do Itaú Unibanco, Ricardo Soares, comentou que, se cumprir com aquilo a que se propõe o boletim de voto à distância pode não só solucionar o problema de falta de quórum nas deliberações de matérias importantes, mas também tende a dar voz a quem não costumava se manifestar. Objetivando, de forma geral, facilitar a participação dos acionistas em assembleias gerais, tanto por meio do voto, quanto por meio de apresentação de propostas, além de atrair novos investidores, nacionais e estrangeiros.

Em 2016, apenas cinco empresas adotaram o instrumento de forma voluntária em suas AGO's, foram elas: Anima Educação, BM&FBovespa, Grupo Jereissati, Iguatemi e Senior Solution. Mesmo que a adesão ao boletim tenha sido incipiente, já estreou em uma Assembleia Geral Extraordinária (AGE), a qual tratou da aprovação da fusão entre a Cetip e a BM&FBovespa.

Na Anima, os votos à distância corresponderam a 10,1% do capital social. Na fusão, BM&FBovespa e Cetip, 10,9% dos acionistas se manifestaram via boletim. Sendo, na Cetip, representado por 27,5% do capital votante, os acionistas que utilizaram o boletim (Diniz, 2016).

Os acionistas minoritários, mesmo sem o poder para controlar a empresa sozinhos, possuem diversos direitos enquanto a sua condição de sócio, previstos na Lei nº 6.404/76: participação nos lucros, fiscalização, informação, preferência na subscrição de ações em aumento de capital e direito de recesso. Além do mais os acionistas minoritários possuem o direito de indicar membros do Conselho de Administração, instalar o Conselho Fiscal e até incluir propostas nas decisões tomadas em assembleias.

No que tange à indicação dos membros do conselho de administração, o acionista minoritário tem direito a requerer o chamado “voto múltiplo”, conferindo mais significado ao seu voto, o que possibilita sua maior participação nas decisões, pois, desta forma, cada ação passa a ter direito a tantos votos quantos forem os membros do Conselho. Podendo, os acionistas, concentrar seus votos em um ou mais candidatos, e possibilitar a eleição de seus representantes no Conselho de Administração, conforme o art. 141 da lei nº 6.404/76, o qual dispõe sobre as Sociedades por Ações.

Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.

§ 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

<sup>3</sup> DINIZ, M. Como funciona o boletim criado pela CVM para facilitar o acesso às assembleias. **Capital Aberto**, São Paulo. 22 jul. 2016. Disponível em: <[https://capitalaberto.com.br/extra/boletim-de-voto/#abre\\_txt](https://capitalaberto.com.br/extra/boletim-de-voto/#abre_txt)>. Acesso em: 21 ago. 2017

O acionista de posse do boletim de voto a distância poderá utilizá-lo para eleger os membros do conselho de administração; aceitando, rejeitando ou se abstendo do voto na chapa existente; optando por qualquer uma das chapas, caso exista mais de uma; distribuindo seus votos pelos diversos candidatos; ou aderindo ao voto múltiplo. O boletim de voto a distância ainda deve dar ao acionista a opção de solicitar a instalação do conselho fiscal, quando a companhia não tiver um conselho fiscal em funcionamento permanente. (Art. 21-H, I, K, da Lei nº 6.404/76).

Para a inclusão de propostas por meio do boletim de voto à distância devem ser observados o valor do capital social da companhia que determinam a inclusão de candidatos no conselho de administração e no conselho fiscal; e quaisquer outras deliberações advindas dos acionistas, respectivamente.

Podendo, a assembleia, deliberar sobre assuntos como: destinação do lucro líquido; plano de remuneração baseado em ações; aumento de capital; emissão de debêntures ou de bônus de subscrição; redução de capital; emissão de ações preferenciais; aquisição de controle; direito de recesso; entre outros. Devendo a companhia fornecer aos investidores a possibilidade de atuarem nas decisões supracitadas por meio do boletim de voto a distância, conforme disposto na Instrução CVM nº 481/2009.

## 2.2 Assimetria Informacional

### 2.2.1 Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) e Teoria da Agência

A Hipótese dos Mercados Eficientes desenvolvida por Fama (1970) baseia-se na premissa de que o preço deve refletir todas as informações disponibilizadas pela empresa publicamente. À medida que as informações são absorvidas pelos investidores e refletidas no preço do ativo afirma-se que o mercado é eficiente.

Considerando o impacto das informações disponíveis sobre o preço dos ativos no mercado de capitais, Fama (1970, 1991) dividiu a hipótese em três grupos: hipótese de eficiência nas formas fraca, semiforte e forte. A forma de eficiência fraca afirma que o mercado de capitais incorpora integralmente as informações referentes ao desempenho histórico do preço dos títulos (Fama, 1970). Sugerindo que um investidor não consegue obter retornos anormais baseando-se na premissa de que o desempenho futuro será sinalizado pelos preços passados.

Em sua forma semiforte, os preços dos títulos refletem, além dos dados históricos dos preços, as informações obtidas através das demonstrações financeiras publicadas pelas empresas (Fama, 1970). Indicando a impossibilidade de um investidor obter retornos anormais com base nas informações históricas e publicamente disponíveis. Já a forma forte de eficiência considera, além das informações publicamente disponíveis e os dados históricos, as informações em posse de indivíduos particulares, ou seja, informações privadas, não disponíveis ao mercado (Fama, 1970). Nesse sentido, nenhum investidor pode obter lucros extraordinários usando qualquer tipo de informação, sejam públicas ou privadas.

Diversas críticas surgiram ao modelo (HME) desenvolvido por Fama (1970), dentre elas, a crítica quanto as suas formas fraca e semiforte, em que diverge com o pensamento fundamentalista, que se vale de informações históricas e publicamente disponíveis para prever o desempenho futuro dos ativos, obtendo maiores retornos no mercado de capitais (Amaral, 1990). Já, de acordo com Camargos e Barbosa (2003), grande parte das pesquisas no mercado de capitais tem encontrado suporte empírico nas formas de eficiência fraca e semiforte, mesmo diante das críticas, rejeitando a eficiência em sua forma forte. No entanto, poucos trabalhos investigaram a eficiência em sua forma forte, desconsiderando as informações privilegiadas e a atuação dos investidores que possuem tais informações.

A literatura acerca das finanças classifica dois tipos de investidores quanto ao seu nível de informação: os agentes detentores de informações privadas; e os agentes

desinformados (Abad; Rubia; 2005). Os primeiros podem obter benefício econômico de um ativo ao utilizar de seu nível de informações para superestimar seu valor; enquanto que os desinformados negociam exclusivamente com informações disponíveis ao mercado. Espera-se, assim, que os agentes que dispõem de informações privadas (os *insiders*) obtenham vantagens sobre o mercado; imputando viés sobre suas avaliações e decisões de investimento (Girão; Martins; Paulo, 2014).

Aliado a esse argumento, Garcia (2002, p.8) afirma que “os indivíduos não escolhem entre políticas alternativas de forma randômica, mas com base em informações privadas”. O que demonstra um distanciamento informacional entre os dois tipos de investidores. Para ilustrar o fenômeno da assimetria informacional, Akerlof (1970) utilizou como exemplo o mercado de carros usados norte americano, “*market for lemons*”, em que carros usados e em estado ruim de conservação eram conhecidos como limões. Assim, o vendedor tem pleno conhecimento das condições que se encontra o carro, ou seja, tem acesso às “informações privilegiadas”, enquanto o comprador está à mercê das informações disponíveis.

Ocorre que, neste cenário, a venda dos carros bons seria efetuada a preços menores e dos carros ruins a preços maiores do que no caso de simetria informacional. Pois, o comprador estaria disposto a pagar um valor superior ao que o “*limão*” efetivamente vale e bastante inferior ao que os carros com boa qualidade valem. Consequentemente eleva-se a oferta de carros usados de baixa qualidade no mercado e reduz a oferta de carros bons.

Em mercado de capitais, os atos praticados pelos gestores são refletidos diretamente no preço da ação e uma das formas de garantir que as práticas da administração estejam em consonância com os interesses dos acionistas e que as informações por ela divulgadas são confiáveis e refletem a realidade da empresa é investir em forte monitoramento, o que acarreta em custos de agência (Jensen; Meckling, 1976).

### 2.2.2 Majoritários X Minoritários

No Brasil, a maioria das empresas apresenta um controlador (ou bloco controlador) que, por possuir grande parte das ações ordinárias, detém, consequentemente, o controle. Ainda há a dualidade de classes de ações, em que há as ações ordinárias (com direito a voto) e as ações preferenciais (sem direito a voto) que gera uma combinação de elevado poder com baixa aplicação de recursos próprios na empresa, destacando o direito de voto dos direitos de propriedade (fluxo de caixa). Nesse sentido, Jiang e Peng (2010) defendem a existência de um conflito entre os acionistas majoritários e minoritários.

Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002) afirmam que o mercado brasileiro se encontra em um momento de transição: de um cenário de oligopólios, empresas com controle e administração familiar, com controle acionário definido e altamente concentrado, acionistas minoritários passivos e conselhos de administração sem poder de decisão e submissos ao controlador; para outro cenário, com nova estrutura societária, maior fragmentação do controle acionário e maior participação dos investidores.

Como os controladores e gestores estão mais próximos das decisões internas da firma que os agentes externos, eles tendem a utilizar a informação privilegiada para beneficiar suas decisões de investimento na companhia (Martins; Paulo, 2013). Além disso, quando o acionista, por meio da posse de informações privilegiadas e confidenciais, consegue influenciar diretamente o controle da empresa, ele também tem incentivos para reduzir o retorno dos investidores menores (Balassiano, 2012). É necessário, portanto, criar mecanismos para que os controladores atendam aos interesses de todos os investidores (majoritários e minoritários), sejam eles detentores de ações ordinárias ou de ações preferenciais.

Segundo Mendes (2001) as forças de mercado, bem como os custos de agência, atuam no sentido de minimizar esses problemas decorrentes da assimetria informacional. Nesse

sentido, Jiang e Peng (2010) apontam duas formas de proteção aos acionistas minoritários, são elas: o fortalecimento de aparatos legais, que venham proporcionar maior participação e proteção aos investidores externos; e múltiplos detentores de blocos (*blockholders*), este pode ser um mecanismo interno útil para resolver problemas entre principais. Vários blocos de investidores, ao invés de um único controlador, podem assumir um controle mais eficiente do que qualquer um dos seus membros individuais, além de exigirem maiores retornos.

Para Mendes (2001), esses mecanismos visam garantir a competência da administração, mesmo que para isso seja necessário demitir administradores de baixo desempenho e substituí-los por outros mais eficientes, o que demonstra a representatividade do seu direito de voto nas assembleias.

Uma consequência da pouca proteção legal aos acionistas minoritários é a concentração de propriedade, que gera potencial para expropriação da riqueza dos minoritários; e uma estratégia eficaz seria melhorar o ambiente legal de modo a impedir essa expropriação (La Porta; Silanes; Shleifer, 1999).

Não apenas no âmbito legal, mas quanto mais frágil for a proteção aos investidores no nível corporativo maior será a concentração da propriedade. Com base nisso, a CVM e novas legislações (Lei nº 6.404/1976) trouxeram melhorias na participação de acionistas minoritários nas decisões corporativas. Entretanto estes acionistas parecem não utilizar os mecanismos legais disponíveis para aumentar sua representatividade no Conselho de Administração (Leal; Saito, 2003).

Os acionistas têm poder para rever a composição do corpo gerencial, monitorar as principais decisões que afetam a estrutura da corporação e ainda demitir a diretoria, conforme autoridade conferida pelos aparatos legais. Além disso, têm a opção de se desfazer das ações e remover sua riqueza das mãos daqueles que divergem de suas opiniões ou que não estejam gerindo os recursos segundo seus interesses (Coutinho; Amaral; Bertucci, 2006).

Em seus estudos, Leuz, Nanda e Wysocki (2003) desenvolveram um conjunto de *proxies* de gestão dos lucros contábeis para capturar a extensão pela qual os gestores se utilizam da sua discricionariedade para manipulação de resultados contábeis e do desempenho da companhia, foram elas: a suavização de ganhos operacionais nos demonstrativos contábeis; as mudanças nas provisões contábeis e nos fluxos de caixa das operações; a antecipação de relatórios de receitas futuras ou atraso nos relatórios dos custos atuais para esconder o desempenho atual fraco; e o tamanho das provisões. Fernandes e Ferreira (2007) valeram-se dessas *proxies* para verificar se a transparência é influenciada por determinadas características da firma, do setor de atividade e do país, seus resultados apontaram que as características da firma determinam significativamente o seu nível de transparência, denotando o poder que a administração possui em gerenciar seus resultados, a fim de atingir seus interesses próprios.

### 2.2.3 Mensuração da Assimetria Informacional

Se as empresas dispusessem de todas as informações livremente, não haveria possibilidade de negociação com informações privilegiadas, visto que todos os investidores teriam acesso às mesmas informações (Grossman; Stiglitz, 1980). Com base nessa afirmação, diversos estudos têm surgido com a intenção de avaliar e mensurar a assimetria informacional existente entre os agentes de mercado.

Nesse sentido, Girão e Machado (2013) analisaram a produção científica na área de assimetria informacional em periódicos internacionais de contabilidade e verificaram que por não ser uma variável observada diretamente, a assimetria informacional precisa de *proxies*, e a maioria dos trabalhos analisados adotaram: o *Bid-Ask Spread (BAS)*, erro na previsão de analistas de investimentos (*EPA*), *Probability of Informed Trading (PIN)* e *accounting quality*.



Destas, destacam-se a PIN, sendo utilizada por Abad e Rubia (2005); Martins e Paulo (2014) e Girão, Martins e Paulo (2014); e o erro na previsão de lucro dos analistas destacado por Almeida e Dalmácio (2014) e Arruda et. al. (2015).

A primeira métrica refere-se ao modelo de Easley, Hvidkjaer e O'Hara - EHO (2002), que estima a PIN, na qual reflete a assimetria a partir dos dados de microestrutura do mercado em um determinado período (*intraday*), por meio do desequilíbrio entre os eventos de compra e de venda das ações. De acordo com Abad e Rubia (2005), a PIN fornece uma medida sólida do grau de assimetria; e, corroborando com essa afirmação, Martins e Paulo (2014) demonstraram em seus estudos que as *proxies* para a assimetria de informação apresentaram relações significativas com a PIN.

A PIN parte da premissa de que eventos informacionais podem surgir durante o dia de negociação. Quando uma informação positiva chega ao mercado, indica um sinal de alta do valor do ativo, quando uma informação negativa chega ao mercado, indica um sinal de baixa. Assim, são esperadas mais ordens de compra desse ativo em dias nos quais notícias positivas prevalecem; e mais ordens de venda são esperadas em dias nos quais notícias negativas predominam; enquanto poucas negociações são esperadas em dias sem eventos informacionais, devido à diminuição de negociadores informados no mercado. Com isso, quando há um desequilíbrio entre os volumes de ordens de compra ou venda, revela a presença de negociadores informados, participando mais ativamente de um dos lados do mercado (Martins; Paulo; Albuquerque, 2013).

O segundo método é a verificação de erros na previsão dos lucros das empresas por parte dos analistas. Segundo Arruda et al. (2015) a existência de assimetria informacional pode afetar as previsões dos lucros por ação e as recomendações de compra ou venda de ativos. A análise feita pelos analistas sobre o comportamento e as perspectivas futuras das empresas é mais avançada do que a de qualquer outro usuário (demais investidores) que dispõe apenas de informações publicamente disponíveis, visto que o analista transmite informações mais completas para áreas mais desinformadas (Martinez, 2004). O que justifica a adoção de erros na previsão de analistas como *proxie* para a assimetria de informação.

Neste caso, o erro foi medido pela precisão das projeções em termos do lucro real por ação, tomando o valor absoluto de toda a expressão. É muito comum encontrar artigos na literatura internacional e nacional que tenham medido os erros de previsão em termos percentuais do preço das ações. No entanto, acredita-se que a consideração do preço das ações pode trazer distorções ao introduzir no cálculo o fator de preço sobre o qual os analistas não têm controle (Martinez; Dummer, 2014).

### 3 METODOLOGIA

Para a realização deste estudo foram coletados os dados sobre as negociações das ações das empresas de capital aberto listadas na B3 nos dois últimos trimestres de 2016 e nos dois primeiros trimestres de 2017, buscando captar o efeito da adoção do boletim de voto à distância, que se tornou facultativo, em 2016, a todas as companhias, porém apenas cinco empresas adotaram voluntariamente; e obrigatório, em 2017, às companhias que possuíam em 09 de abril de 2015 (data da entrada em vigor da Instrução CVM 561), ao menos, uma espécie ou classe de ação de sua emissão compreendida no Índice Brasil 100 – IBRX-100 ou no Índice Bovespa – IBOVESPA.

A população objeto de análise desta pesquisa foi composta por 445 ações de empresas abertas listadas na B3, conforme informações disponíveis no site da BM&FBovespa. Nesse sentido, foram coletados os dados de negociação das ações de todas as empresas listadas na BM&FBovespa, que compreendeu o período de 01 de julho de 2016 a 29 de junho de 2017. Necessitou-se dessa delimitação temporal devido ao elevado número de observações em alta frequência para a estimação da PIN.

Após essa coleta, duas amostras foram definidas, visando manter apenas ações de empresas que apresentassem o número de negociações necessário para a estimação da PIN na primeira amostra, bem como, as empresas que tivessem seus dados contábeis disponibilizados na base de dados da *Thomson Reuters Eikon®* e que fossem cobertas por analistas financeiros, para composição da segunda amostra. Totalizando, dessa forma, 198 empresas na primeira amostra para o estudo da PIN e 122 empresas na segunda amostra para o cálculo do EPA.

Para a mensuração da assimetria de informação foram utilizadas 2 (duas) *proxies*, em busca de proporcionar maior confiabilidade aos resultados deste estudo, sendo estas, a PIN e o erro na previsão de lucro dos analistas.

Os dados utilizados para o cálculo da PIN foram extraídos do GetHFData, um pacote do software estatístico R para importação e agregação de dados de negociação de alta frequência do mercado financeiro brasileiro - B3 (Perlin; Ramos, 2016), enquanto que o erro de previsão do lucro por ação foi obtido através da base de dados *Thomson Reuters Eikon®*.

Já, as informações referentes à adoção do Boletim de voto à distância foram coletadas nos sites da bolsa brasileira (B3), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e das próprias empresas.

Com relação à composição das variáveis, considera-se que a participação mais efetiva dos acionistas minoritários nas decisões empresariais, seja um dos pressupostos para a redução da assimetria informacional no mercado de capitais. Nessa perspectiva, a variável estudada corresponde à adoção do boletim de voto à distância pelas empresas de capital aberto, que segregou as amostras em três grupos: 1, as empresas que não aderiram ao boletim de voto à distância, 2, as que aderiram ao boletim de voto à distância de maneira obrigatória, e 3, as empresas que aderiram ao boletim de voto à distância voluntariamente. Conforme apresentado na Tabela 1.

**Tabela 1 - Composição dos grupos estudados para a *proxie* PIN**

Grupos	Descrição	Quantidade
1	Sem adesão ao Boletim de voto a distância	103
2	Com adesão ao Boletim de voto a distância obrigatoriamente	90
3	Com adesão ao Boletim de voto a distância voluntariamente	5
<b>Total</b>	<b>198 empresas</b>	

Fonte: Elaboração própria (2017).

Das cinco empresas que aderiram ao boletim de voto à distância voluntariamente, apenas 3 receberam cobertura dos analistas no período estudado, assim a amostra para análise da assimetria informacional com base no erro de previsão dos analistas foi segregada apenas em dois grupos, conforme a Tabela 2.

**Tabela 2 - Composição dos grupos estudados para a *proxie* EPA**

Grupos	Descrição	Quantidade
1	Sem adesão ao Boletim de voto a distância	34 empresas
2	Com adesão ao Boletim de voto a distância obrigatoriamente	88 empresas
<b>Total</b>	<b>122 empresas</b>	

Fonte: Elaboração própria (2017).

No tocante à variável dependente, utilizou-se como medidas de assimetria informacional: a PIN e o erro na previsão de lucros dos analistas. Para mensurá-las o presente trabalho valeu-se de pressupostos baseados na literatura sobre finanças, abordada na seção 2 deste trabalho, conforme disposto na Tabela 3.

**Tabela 3 - Variáveis representativas da assimetria informacional**

Variáveis	Descrição	Autores
PIN	$PIN = \frac{A\mu}{\alpha\mu + \varepsilon_b + \varepsilon_s}$	Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002); Abad e Rubia (2005); Oliveira, Paulo e Martins (2013); Martins e Paulo (2014); Girão, Martins e Paulo (2014).
EPA	$EPA_{ir} = \left  \frac{A_{ir} - F_{ir}}{A_{ir}} \right $	Martinez, (2004); Martinez e Dumer (2014); Arruda et. al. (2015); Almeida e Dalmácio (2014).

Fonte: Elaboração própria (2017).

Na operacionalização das variáveis, para rodar o modelo de análise e realizar os testes de robustez, foi utilizado um software estatístico; e na tabulação dos dados, o estudo valeu-se do uso de planilhas eletrônicas em Excel.

Para analisar os dados utilizou-se da estatística descritiva, de modo a compreender o comportamento dos dados. Posteriormente, os dados foram submetidos aos testes dos pressupostos de normalidade e homocedasticidade, a fim de identificar o teste estatístico mais adequado para a verificação da diferença entre as médias da assimetria das amostras estudadas. Para tanto, assumiu-se a normalidade dos dados, pois, segundo o teorema do limite central (Brooks, 2014) supõe-se a normalidade uma vez que a amostra é composta por muitas observações.

Quanto aos pressupostos da homocedasticidade, os testes revelaram que em relação à PIN, tanto as empresas que aderiram ao boletim de voto à distância, quanto as que não aderiram ao boletim de voto à distância, as amostras apresentaram heterocedasticidade no segundo trimestre de 2017 (2T17), o que inviabilizou o teste t de *student* para esse período. Portanto, para testar se as médias das assimetrias de informação pela PIN são diferentes estatisticamente, utilizou-se os testes não paramétricos de *Wilcoxon – MWW* (para os grupos de duas observações), que é usado quando se tem participantes diferentes em cada condição; o teste avalia se existe uma diferença significativa entre as médias dessas condições (Dancey, Reidy, 2006). Quanto ao primeiro trimestre de 2017 (1T17), que apresentou homocedasticidade, realizou-se o teste t de *student*, que tem “a finalidade de verificar se o efeito de uma variável e a contribuição do termo constante são ou não relevantes em termos de confiabilidade” (Matos, 2000, p.71-72).

Já com relação a EPA não foi identificado heterocedasticidade em nenhum dos períodos analisados, logo foi utilizado o teste t de *student* para as médias nos dois trimestres, observando os mesmos critérios acima definidos.

Posteriormente, compararam-se as empresas que não aderiram ao boletim de voto à distância (Grupo 1), as que aderiram ao boletim de voto à distância obrigatoriamente (Grupo 2) e as empresas que aderiram ao boletim de voto à distância voluntariamente (Grupo 3), observando homocedasticidade no 1T17 e heterocedasticidade no 2T17, logo realizou-se o teste ANOVA (para grupos de mais de duas observações) no 1T17 e o teste de ANOVA robusto para o 2T17, seguido do teste *post hoc* de Bonfererroni para identificar em quais grupos encontra-se a diferença, com a interseção a um nível de 0,05.

#### 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

No que se refere à probabilidade de negociação com informação privilegiada (PIN), a primeira *proxy* utilizada para a assimetria de informação, pode-se apurar, conforme a Tabela 4, uma média para as empresas que não aderiram ao boletim de voto à distância, de cerca de 1,5% para o terceiro trimestre de 2016 (3T16), de 1,29% para o quarto trimestre de 2016 (4T16), de 1,86% para o primeiro trimestre de 2017 (1T17) e de 1,8% para o segundo trimestre de 2017 (2T17). Nos dois anos analisados, a probabilidade de negociação informada das ações das empresas que não aderiram ao boletim de voto à distância foi de 1,39% e 1,83%, respectivamente.

Tabela 4 - Estatística descritiva da PIN para o Grupo 1

Período	Média	Desvio-padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
3T16	0,01496796	0,00867709	0,0158	0	0,0303
4T16	0,01294388	0,00982737	0,01	0	0,0336
	0,01395592	0,00925223	0,0129	0	0,03195
1T17	0,01861176	0,00816946	0,0203	0	0,0315
2T17	0,01798713	0,00886625	0,0198	0	0,0308
	0,01829945	0,00851785	0,02005	0	0,03115

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Isso indica que de um ano para o outro se elevou a probabilidade de um investidor negociar as ações das empresas, que compõem este grupo, com informações privilegiadas. Dando destaque ao último período de 2016, em que o valor máximo apresentado na amostra apontou que 3,36% das negociações de uma determinada empresa da amostra teve indícios de informação privilegiada.

Quanto às empresas que aderiram ao boletim de voto à distância de forma obrigatória, observou-se na Tabela 5 uma média de 2,54% para o terceiro trimestre de 2016 (3T16), de 2,42% para o quarto trimestre de 2016 (4T16), de 2,07% para o primeiro trimestre de 2017 (1T17) e de 2,51% para o segundo trimestre de 2017 (2T17). Resultando numa média anual de 2,48% e 2,29% para 2016 e 2017 respectivamente.

Logo, percebe-se que mesmo apresentando percentuais médios de probabilidade de negociações com informações privadas superiores aos observados nas empresas que não aderiram ao boletim de voto à distância, infere-se que esta probabilidade reduziu ao longo dos dois anos observados.

Tabela 5 – Estatística descritiva da PIN para o Grupo 2

Período	Média	Desvio-padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
3T16	0,02541556	0,00360617	0,0258	0	0,0306
4T16	0,02425488	0,00438083	0,0256	0	0,0321
	0,02483522	0,0039935	0,0257	0	0,03135
1T17	0,02077174	0,00786202	0,0254	0	0,0298
2T17	0,025125	0,00396943	0,025	0	0,0345
	0,02294837	0,00591572	0,0252	0	0,03215

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Nas empresas que aderiram ao boletim de voto à distância a partir de 2016, voluntariamente, observou-se, na estatística descritiva, que a probabilidade de negociação com informação privilegiada em seus papéis é bem inferior ao apresentado tanto pelas empresas que aderiram apenas em 2017, quanto para as empresas que não aderiram. Indicando fortes indícios de que as empresas que se preocupam com a participação de seus acionistas em suas decisões corporativas, tendem a apresentar menor probabilidade de negociação com informações privilegiadas. Observando um ponto máximo de 2,81% dos títulos de uma determinada empresa do grupo, no 2T17, inferior a todos os pontos máximos dos Grupos 1 e 2. Conforme Tabela 6.

Tabela 6 – Estatística descritiva da PIN para o Grupo 3

Período	Média	Desvio-padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
3T16	0,02244	0,00654737	0,0256	0	0,0275
4T16	0,01644	0,01233604	0,0247	0	0,0261
	0,01944	0,00944171	0,02515	0	0,0268
1T17	0,01664	0,01081217	0,0194	0	0,029
2T17	0,01966	0,01089371	0,0249	0	0,0281
	0,01815	0,01085294	0,02215	0	0,02855

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Vale ressaltar que todos os grupos apresentaram ao menos uma empresa com a probabilidade de negociação de suas ações com informações privilegiadas iguais a zero,

como visto nos pontos mínimos das Tabelas 4, 5 e 6.

De modo geral, foi possível observar que há indícios de utilização de informação privilegiada na negociação de ações no mercado acionário brasileiro durante o período investigado. Percebe-se que há, em média, 2,0% de chances de terem ocorrido negociações orientadas por informações privadas, percentual próximo ao encontrado por Bosque (2016) no ETF (*Exchange Traded Fund*) do índice S&P500, de 2,9%. No entanto, os resultados dessa pesquisa diferem com os achados de Martins e Paulo (2013) uma vez que, ao utilizar-se do modelo clássico desenvolvido por Easley et. al (2002) encontrou um percentual de 24,9% de chances de terem ocorrido negociações com informações privadas, percentual considerado elevado para um mercado de capitais que busca solidez, principalmente em comparação com o mercado norte-americano, que segundo Easley et. al (2002), é de cerca de 19,1%.

Contudo, de acordo com os estudos de Martins e Paulo (2013), as médias da PIN não foram diferentes significativamente entre os diferentes níveis de governança corporativa, o que converge com os resultados dessa pesquisa uma vez que as ações das empresas que aderiram ao boletim de voto à distância apresentaram diferenças apenas no 2T17, sendo semelhantes no 1T17.

No tocante à *proxie* de Erro na Previsão de Lucro dos analistas, a Tabela 7, demonstrou uma dispersão média dos erros de previsão dos analistas de 8,7%, nos dois últimos trimestres do primeiro ano, entre o que os analistas esperavam do lucro por ação e o que realmente foi observado quando a empresa divulgou seus resultados, para aquelas que não aderiram ao boletim de voto à distância. Aumentando para 8,9% nos dois primeiros trimestres do segundo ano.

Esse resultado pode indicar que os analistas atuantes no mercado brasileiro não dispunham de informações suficientes para suas previsões, visto que o lucro por ação observado foi diferente do esperado. Vale ressaltar, que tanto no 3T16 quanto no 1T17, os erros foram significantes em comparação ao 4T16 e ao 2T17, tendo como pontos máximos, o erro de 223% e 136% na média da previsão de lucro dos analistas em uma das empresas da amostra, indicando que os analistas não possuíam informações suficientes para tal previsão ou, ainda, que as informações disponíveis ao mercado não estavam em consonância com a realidade da empresa.

**Tabela 7 – Estatística descritiva da EPA para o Grupo 1**

Período	Média	Desvio-padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
3T16	12,022711	38,6008867	3,47087893	0,05152464	223,222222
4T16	5,35389467	10,8161385	2,21407127	0,06553866	59,6043956
	8,68830285	24,7085126	2,8424751	0,05853165	141,413309
1T17	12,3590588	26,8245743	3,52436117	0,74467879	136,333333
2T17	5,39151689	8,05918187	2,406236	0,10428273	36,6270255
	8,87528783	17,4418781	2,96529859	0,42448076	86,4801794

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Na Tabela 8, referente à estatística descritiva das empresas que aderiram ao boletim de voto à distância. Verificou-se uma dispersão inferior dos erros de previsão dos analistas em comparação às estimativas de lucros das empresas que não aderiram ao boletim de voto à distância, com uma média de erro de 7,47%, no final do primeiro ano, e 7,05%, no início do segundo ano. Isso demonstra que os analistas possuíam maiores informações para as suas previsões de lucro das empresas que aderiram ao boletim de voto à distância e, também, que no segundo ano houve uma redução na média de erro dos analistas.

**Tabela 8 – Estatística descritiva da EPA para o Grupo 2**

Período	Média	Desvio-padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
3T16	8,95683619	21,3361205	3,18770039	0,07308897	164,933594
4T16	5,98029402	16,6589789	2,62799065	0,03268955	122,835227

	7,46856511	18,9975497	2,90784552	0,05288926	143,884411
<b>1T17</b>	8,35292979	21,1029368	3,34169935	0,03874199	137,631985
<b>2T17</b>	5,7542022	6,62876641	3,60829338	0,08766691	34,2941176
	7,05356599	13,8658516	3,47499637	0,06320445	85,9630511

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Destaca-se também que o ponto máximo de erro dos analistas, observado no grupo que aderiu, é inferior ao observado no grupo que não aderiu ao boletim, visto um percentual máximo de erro de 164% no primeiro grupo e 223% neste último.

#### 4.1 Análise da PIN Para Grupos Com Duas Observações

No 1T17, o teste t de *student* revelou que as amostras apresentam médias semelhantes. Enquanto, para o 2T17, o teste de *Wilcoxon – MWW* revelou que as amostras apresentam diferenças em suas médias a um nível de significância de 0,05. Não rejeitando a hipótese nula no primeiro período analisado, porém rejeitando a hipótese nula no segundo período analisados. Conforme a Tabela 9.

**Tabela 9 – Resultados dos Testes para grupos com duas observações**

	Sig	dif	Decisão
<b>T de Student</b>	0,0915	-	Não rejeita H0
<b>Wilcoxon – MWW</b>	0,000	40%	Rejeita H0 a um nível de significância de 5%

Fonte: Resultados da pesquisa (2017).

Considera-se assim que há diferença nas probabilidades de negociações com informações privilegiadas das empresas que adotaram o boletim de voto à distância e as que não adotaram, observado o limite estatístico de 95% de confiança, apenas no 2T17, de aproximadamente 40%.

#### 4.2 Análise da PIN Para Grupos Com Três Observações

Na sequência, a Tabela 10 apresenta os resultados do teste F da ANOVA, realizado no 1T17 para três grupos de observações, revelando que não há diferenças entre as médias da assimetria informacional entre os três grupos analisados, visto que o  $p > 0,05$ . Já no 2T17 os resultados apontaram que há diferença, de 40% conforme análise descritiva, entre as médias dos grupos, rejeitando a hipótese nula das médias serem semelhantes, visto que o  $p\text{-valor} < 0,05$ .

**Tabela 10 – Resultados do teste ANOVA para a *proxie* PIN**

Período	F	p-valor	dif	Decisão
<b>1T17</b>	2,06	0,1305	-	Não rejeita H0
<b>2T17</b>	-	0,000	40%	Rejeita H0 a um nível de significância de 5%

Fonte: Resultados da pesquisa (2017).

Diante disso, aplicou-se o teste *post hoc* de Bonfereroni para identificar em quais grupos estavam as diferenças, assim observou a diferença entre o Grupo 1 e o Grupo 2, aqui definidos como as empresas que não aderiram ao boletim de voto à distância e as empresas que aderiram ao boletim de voto à distância de forma obrigatória, visto que a interseção foi inferior a 0,05. Conforme Tabelas 11.

**Tabela 11 – Resultados do teste *post hoc* de Bonfereroni para a PIN no 2T17**

Grupos	1	2
<b>2</b>	0,000	-
<b>3</b>	1,000	0,283

Fonte: Resultados da pesquisa (2017)

#### 4.3 Análise do EPA

O resultado do teste T de *student*, para a relação da variável dependente com o erro na previsão dos analistas, observou médias iguais nos dois trimestres analisados, ou seja, a

hipótese testada de que as médias são iguais não pode ser rejeitada, visto que  $sig > 0,05$ . Indicando, pois, que não existe diferença nas médias dos erros de previsão dos analistas entre o grupo que aderiu ao boletim de voto à distância e o grupo que não aderiu ao boletim de voto à distância. Conforme Tabela 12.

**Tabela 12 – Resultados do teste t de student para a proxie EPA**

Período	t	sig	Decisão
1T17	0,4174	0,3386	Não rejeita H0
2T17	0,2547	0,3997	Não rejeita H0

Fonte: Resultados da pesquisa (2017)

De modo geral, não foram encontradas diferenças significativas nas proxies de assimetria informacional entre os grupos das empresas que aderiram ou não ao boletim de voto à distância. Assim como em outras pesquisas, foi observado que as previsões dos analistas teve um erro médio significativo em algumas empresas e, também, indícios de negociações com informações privadas, indicando ausência de informações suficientes ao mercado.

A participação dos acionistas nas decisões corporativas tem potencial para reduzir a assimetria informacional entre as empresas, porém, no Brasil, conforme a análise dos dados desta pesquisa, a utilização dos métodos de participação, bem como as práticas de governança corporativa, ainda são incipientes e pouco exploradas, o que pode explicar a baixa utilidade do boletim na redução da assimetria informacional. Todavia, apesar da baixa significância estatística, há indícios de que haja uma potencial redução da assimetria informacional por meio da utilização dessa ferramenta, além de que alguns estudos apontam que há potencial para redução da assimetria com a efetiva participação dos acionistas nas decisões empresariais.

Os resultados apresentados nesta pesquisa apontam que essa ferramenta de votação à distância precisa ser mais bem explorada pelas companhias abertas brasileiras, uma vez que a redução da assimetria informacional pode impactar no custo do capital dessas empresas, bem como na liquidez de seus títulos. Dessa forma, a empresa que explorar tal ferramenta poderá não só auxiliá-la, por exemplo, na emissão de novas ações com custo de capital mais baixo, bem como atrair mais investidores, com vista a maior confiabilidade e efetiva participação, aumentando a liquidez de seus títulos negociados na BM&FBovespa.

## REFERÊNCIAS

- Abad, D.; Rubia, A. (2005). Modelos de estimación de la probabilidad de negociación informada: unacomparación metodológica en el mercado Español. **Revista de Economía Financeira**, n. 7, p. 1- 37.
- Akerlof, G.A. (1970) The market for ‘lemons’: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly. Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500.
- Almeida, J. E. F. De; Dalmacio, F. Z. (2014). The Effects of Corporate Governance and Product Market Competition on Analysts' Forecasts: Evidence from the Brazilian Capital Market. **The International Journal of Accounting**, Forthcoming.
- Amaral, H. F. (1990) **La dynamique et l'efficience des marchés financiers brésiliens**. 1990. 145f. Dissertação de Mestrado (Diploma de Estudos Avançados em Ciências da Gestão) – Institut D'Administration des entreprises. Université des Sciences Sociales de Toulouse I, Toulouse.
- Arruda, M. P. ; Sousa, R. A. M.; Girão, L. F. A. P.; Paulo, E. (2015). Divulgação de Informações Por Meio da Internet: Serão as Redes Sociais Capazes de Reduzir a Assimetria Informacional Entre Empresas e Investidores? **Revista Evidenciação**

**Contábil & Finanças**, ISSN 2318-1001, João Pessoa, v. 3, n. 2, p. 27-41, maio/ago.

- Balassiano, M. G. (2012). **Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores**. 79 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado em Administração, Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012.
- Barron, O. E.; Byard, D.; Yu, Y. (2008). Earnings surprises that motivate analysts to reduce average forecast error. **The Accounting Review**, v. 2, n 83, p. 303 – 325.
- Bharath, S. T.; Pasquariello, P.; Wu, G. (2008). Does asymmetric information drive capital structure decisions? **The Review of Financial Studies**, v 22, n 8.
- Bm&Fbovespa – Bolsa De Mercadorias & Futuros Da Bolsa De Valores De São Paulo. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/ciaslistadas/consultas/governanca-corporativa/governanca-corporativa.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 22 jan. 2017.
- Bosque, L. M. (2016). **Estimação da probabilidade de negociação privilegiada por meio de inferência bayesiana**. 2016. 141 f. Dissertação (Mestrado em Administração: Finanças). Universidade de Brasília. Brasília.
- Brasil. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em 20 mai. 2017.
- Brooks, C.. (2014). **Introductory Econometrics for Finance**. Cambridge University Press, New York, 3 ed. 740 p.
- Bushman, R.; Pitroski, J.; Smith, A. (2004). What determines corporate transparency? **Journal of Accounting Research**, v. 42, p. 207-253.
- 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, v. 10, n. 1, jan./mar.
- Comissão De Valores Mobiliários. **Deliberação CVM nº 741: procedimentos especiais que devem ser aplicados nas assembleias gerais de 2016 das companhias que adotarem de forma facultativa o voto a distância regulamentado pela Instrução CVM nº 561**. 18 de novembro de 2015. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/>>. Acesso em: 20 mai. 2017.
- Comissão De Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 481: informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembléias de acionistas**. 17 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst481.html>>. Acesso em 20 mai. 2017.
- Comissão De Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 561: as alterações introduzidas pela instrução CVM nº 570/15. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480 e à Instrução CVM nº 481**. 7 de abril de 2015. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst570.html>>. Acesso em 20 mai. 2017.
- Cornelius, P. (2005). Good corporate practices in poor corporate governance systems: Some evidence from the Global Competitiveness Report, Corporate Governance: **The international journal of business in society**, v. 5, n. 3, p. 12-23 , Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1108/14720700510604661>>. Acesso em 18 jul. 17.



- 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**, v. 41, n. 2, p. 197-207.
- Dancey, C. P.; Reidy, J.. (2006). **Estatística sem matemática para psicologia: usando SPSS para Windows**. Porto Alegre: Artmed.
- Diniz, M. (2016). **UMA NOVA FORMA DE VOTAR: Como funciona o boletim criado pela CVM para facilitar o acesso às assembleias**. 22 jul. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/extra/boletim-de-voto/>>. Acesso em: 25 mai. 2017.
- Dye, R. A.. (2001). An Evaluation of “Essays on Disclosure” and the Disclosure Literature in Accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v 32, p. 181-135.
- Easley, D.; Hvidkjaer, S.; O’hara, M. (2002). Is information risk a determinant of asset returns? **Journal of Finance**, v. 57, n. 5, p. 2185-2221.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The journal of finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417.
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1617.
- Fernandes, N. G; Ferreira, M. A. (2007). The evolution of earnings management and firm valuation: a cross-country analysis. **SSRN Working Paper**. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_nlinks&ref=000168&pid=S1519-7077201100010000400019&lng=en](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_nlinks&ref=000168&pid=S1519-7077201100010000400019&lng=en)>. Acesso em: 06 jun. 2017.
- Garcia, F. G. (2002). **Verificação da Existência de Assimetria de Informação no Processo de Emissão de Ações no Mercado Brasileiro** – “Uma Forma de Medir a Importância da Estrutura de Ativos da Empresa”. eaesp/fgv/npp - núcleo de pesquisas e publicações. relatório de pesquisa Nº 16/2002. Disponível em: <[http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2876/P00233\\_1.pdf?sequence=1](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2876/P00233_1.pdf?sequence=1)>. Acesso em: 07 jun. 2017.
- Girão, L. F. De A. P.; Machado, M. R. (2013). A Produção Científica sobre Assimetria Informacional em Periódicos Internacionais de Contabilidade. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, ISSN 1984-6266, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, v. 5, n.1, p. 99-119, jan./abr.
- Girão, L. F. De A. P.; Martins, O. S.; Paulo, E. (2014). Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. **R. Adm.**, São Paulo, v.49, n.3, p.462-475, jul./ago./set.
- Grossman, S. J.; Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. **The American Economic Review**, v. 70, n. 3, p. 393-408, Jun.
- Jensen, M.; Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360.
- Jiang, Yi; Peng, Mike W. (2010). Principal-Principal conflicts during crisis. **Journal of Management, Working Paper**. n. 2818, 19 jan. Disponível em: <DOI 10.1007/s10490-009-9186-8>. Acesso em: 20 maio 2017.
- La Porta; Lopez-De-Silanes, F; Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517.

- Leal, R. P. C. L.; Carvalhal Da Silva, André L.; Valadares, Sílvia M. (2002). Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18.
- Leal; Saito, R. (2003). Finanças corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas – RAE**. v. 2, n. 2.
- Leuz, C; Nanda, D; Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n.3, p.505-527.
- Lin, H. W. W.; Ke, W. C. (2011). A computing bias in estimating the probability of informed trading. **Journal of Financial Markets, Elsevier**, v. 14, n. 4, p. 625–640.
- Martinez, A. L. (2004). **ANALISANDO OS ANALISTAS: Estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas). Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo.
- Martinez, A.L.; Dumer, M.C.R. (2014). Adoption of IFRS and the Properties of Analysts' Forecasts: The Brazilian Case. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 8, n. 20, p.3-16.
- Martins, O. S.; Paulo, E. (2013). A probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado acionário brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 2, p. 249-280.
- Martins, O. S.; Paulo, E.; Albuquerque, P. H. (2013). Negociação com informação privilegiada e retorno das ações na BM&FBOVESPA. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 53, n. 4, p. 350-362, jul./ago.
- Martins, O. S.; Paulo, E. (2014). Assimetria de Informação na Negociação de Ações, Características Econômico-Financeiras e Governança Corporativa no Mercado Acionário Brasileiro. **R. Cont. Fin. – USP**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 33-45, jan./fev./mar./abr.
- Matos, O. C. de. (2000). **Econometria Básica: Teorias e Aplicações**. 3ª.ed, São Paulo Atlas.
- Mendes, A. P. S.. (2001). **Teoria de Agência Aplicada à Análise de Relações entre os Participantes dos Processos de Cooperação Tecnológica Universidade – Empresa**. 2001. 260 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Okimura, R. T.; Silveira, A. M.; Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea Revista Eletrônica**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, p. 119-135, jan./abr.
- Oliveira, K. P. S. De; Paulo, E.; Martins, O. S. (2013). As Relações entre a Assimetria de Informação e a Governança Corporativa no Mercado de Capitais Brasileiro. **ReCont: Registro Contábil – Ufal – Maceió/AL**, v. 4, n. 3 , p. 56-70, set./dez.
- Perlin, M. S., Ramos, H. P. (2016). GetHFData: A R package for downloading and aggregating high frequency trading data from Bovesp. **Rev. Bras. Finanças (Online)**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 3, p. 443-478, jul.
- Yan, Y.; Zhang, S. (2012). An improved estimation method and empirical properties of the probability of informed trading. **Journal of Banking & Finance, Elsevier**, v. 36, n. 2, p. 454–467.