



KALLYSE PRISCILA SOARES DE OLIVEIRA

**ASSIMETRIA INFORMACIONAL, QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E
GOVERNANÇA CORPORATIVA: CARACTERÍSTICAS INSTITUCIONAIS E
ORGANIZACIONAIS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

JOÃO PESSOA

2013

KALLYSE PRISCILA SOARES DE OLIVEIRA

**ASSIMETRIA INFORMACIONAL, QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E
GOVERNANÇA CORPORATIVA: CARACTERÍSTICAS INSTITUCIONAIS E
ORGANIZACIONAIS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação nº 255 apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Mercado Financeiro

Professor Orientador: Dr. Edilson Paulo

JOÃO PESSOA

2013

O48a Oliveira, Kallyse Priscila Soares de.
Assimetria informacional, qualidade da informação contábil e governança corporativa: características institucionais e organizacionais no mercado de capitais brasileiro / Kallyse Priscila Soares de Oliveira.- João Pessoa, 2013.
63f. : il.
Orientador: Edilson Paulo
Dissertação (Mestrado) – UnB-UFPB-UFRN
1. Contabilidade. 2. Ciências contábeis. 3. Governança corporativa - práticas. 4. Probabilidade de negociação.
5. Assimetria informacional. 6. Informação contábil - qualidade.

UFPB/BC

CDU: 657(043)

KALLYSE PRISCILA SOARES DE OLIVEIRA

**ASSIMETRIA INFORMACIONAL, QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E
GOVERNANÇA CORPORATIVA: CARACTERÍSTICAS INSTITUCIONAIS E
ORGANIZACIONAIS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação nº 255 apresentada ao Programa
Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-
Graduação em Ciências Contábeis
UnB/UFPB/UFRN como requisito à obtenção
do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Comissão Avaliadora:

Prof. Dr. Edilson Paulo
Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da
UnB/UFPB/UFRN
(Presidente da Banca)

Prof. Dr. Wenner Gláucio Lopes Lucena
Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da
UnB/UFPB/UFRN
(Membro Interno)

Prof. Dr. Orleans Silva Martins
Programa de Pós-Graduação em Administração da UFPB
(Membro Externo)

JOÃO PESSOA

2013

Aos meus pais, meus irmãos e
meu noivo, depois de Deus vocês
são minha sustentação.

AGRADECIMENTOS

A Deus, minha razão de viver, tudo o que tenho e sou foi permissão d'Ele e no tempo d'Ele, não tenho palavras para agradecer.

Aos meus pais, Gildo e Cosma, pelo carinho, compreensão, amor e por sempre terem acreditado em mim. Agradeço a Deus por ter vocês em minha vida. Amo vocês!

Aos meus irmãos, Camila e Glauber, por sempre estarem presentes em minha vida, sejam nos momentos bons ou ruins.

Ao meu noivo, Júnior, que não mede esforços para me ajudar e confortar nas horas mais difíceis da minha vida, além de ser meu noivo é meu maior companheiro nessa jornada tão dura.

Ao meu orientador Professor Dr. Edilson Paulo, por todo o apoio e por todo ensinamento que me proporcionou, você é um exemplo para mim como professor, pesquisador e profissional. Muito obrigada!

Ao professor Dr. Orleans Silva Martins por toda ajuda que forneceu, ensinamentos e sugestões, sem ele muitas partes desse trabalho não estariam concluídas, não esqueço de todo incentivo para participar do processo seletivo.

À todas as coordenações, geral e regionais, sempre dispostas a nos fornecer auxílio sempre que necessário.

Aos professores do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN: Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado, Dra. Aneide Oliveira Araújo, Dr. Edilson Paulo, Dr. José Dionísio Gomes da Silva, Dra. Márcia Reis Machado, Dr. Márcio André Machado Veras Machado, Dr. Paulo Aguiar Monte, Dr. Paulo Amilton Maia Leite Filho, Dr. Paulo Roberto Nóbrega Cavalcante e Dr. Wenner Gláucio Lopes de Lucena, vossas contribuições ficarão para sempre em minha memória.

As secretárias, Ivanacy e Wilma, que facilitam nossas vidas cuidando da parte burocrática e sempre com sorrisos no rosto e braços abertos para nos receber.

A todos os meus colegas de turma, que sempre estavam unidos e com muita fé para suportar todos os desafios, com vocês esse desafio se tornou mais brando.

A minha amiga Sulamita e toda sua família por ter me adotado durante esse período deste mestrado, não tenho palavras para agradecer tudo que vocês fizeram por mim, que Deus retribua por mim.

A minha amiga Ailza, que juntando nossa fé em Deus podemos dar palavras de incentivos e apoio uma a outra nas horas em que achávamos que tudo daria errado.

A minha cunhada, Karine, a minha sogra (*in memorian*) e toda sua família por abrirem as portas da sua casa sempre que precisei, não tenho como retribuir, mas serei eternamente grata.

A todos que fazem parte da Unesc Faculdades, por entenderem minha ausência para tratar do mestrado, agradeço toda compreensão.

A todos os meus amigos e amigas por entenderem esse período que fiquei ausente, não citarei nomes para não esquecer ninguém.

A todos muito obrigada!

“Tudo tem seu tempo determinado, e há tempo para todo propósito debaixo do céu.”

Eclesiastes 3:1

RESUMO

Um número significativo das pesquisas em Contabilidade tem se concentrado em estudar o sistema de governança corporativa e/ou qualidade das informações contábeis reportados pelas firmas. Entretanto, poucas pesquisas têm avaliado o nível de assimetria informacional existente nas negociações realizadas no mercado de ações. Assim, a literatura corrente sobre este tema não avalia, adequadamente, o comportamento da assimetria de informações no que tange a governança corporativa e a qualidade das informações contábeis. O objetivo desta pesquisa foi analisar as relações existentes entre as práticas adotadas de governança corporativa, a qualidade da informação contábil e o nível de assimetria informacional nas companhias abertas brasileiras. Para atender aos objetivos do trabalho mensurou-se a probabilidade de negociação com informação privilegiada (PIN) com base em informações intra-diárias de negociações de ações, identificou-se quais as práticas de governança adotadas pelas companhias abertas brasileiras e avaliou-se a qualidade das informações contábeis divulgadas. A assimetria informacional, as práticas de governança corporativa, a qualidade da informação contábil e as relações entre elas foram analisadas no período de 2008 a 2012. Os principais achados da pesquisa quanto a assimetria informacional confirma os resultados de pesquisas anteriores, onde, de forma geral, a probabilidade de negociação privilegiada possui valores menores em segmentos com práticas mais rígidas de governança corporativa. As práticas de governança corporativa que se apresentaram de forma significativa quando relacionadas com a PIN foram Limitação de voto inferior a 5% do capital, Existência de cláusula pétrea para dissolução da OPA, Reunião Pública Anual e Divulgação adicional sobre o Código de Conduta. Com relação à qualidade da informação contábil, de modo geral, as práticas de governança corporativa não afetam significativamente os atributos de persistência de resultados contábeis, nível de conservadorismo e comportamento discricionários dos gestores.

Palavras-chave: Práticas de Governança Corporativa. Probabilidade de Negociação com Informação Privilegiada. Assimetria informacional. Qualidade da Informação Contábil.

ABSTRACT

A significant number of research in accounting has focused on studying the system of corporate governance and quality of accounting information reported by firms. However, few studies have evaluated the level of information asymmetry in negotiations in the stock market. Thus, the current literature did not adequately evaluate the behavior of asymmetric information with respect to corporate governance and quality of accounting information. The objective of this research was to analyze the relationships between the practices of corporate governance, the quality of accounting information and the level of information asymmetry in Brazilian companies. To meet the objectives of the study measured the probability of insider trading (PIN) based on intra-day trading information, we identified which governance practices adopted by Brazilian companies and evaluated the quality of disclosures. The informational asymmetry, the corporate governance practices, the quality of accounting information and the relationships between them were analyzed in the period 2008-2012. The main findings of the research as information asymmetry confirm the results of previous studies, where, generally, the probability of insider trading has smaller values in segments with stricter corporate governance practices. The corporate governance practices that had significantly when related to Limitation of PIN were less than 5 % of the voting capital, Existence of entrenchment clause dissolving the OPA Annual Meeting and Public Disclosure additional on the Code of Conduct . Regarding the quality of accounting information, corporate governance practices do not significantly affect the attributes of persistent financial results, level of conservatism and discretionary behavior of managers.

Keywords: Corporate governance practices. Insider trading. Information asymmetry. Quality of Accounting Information.

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Comparativo dos Segmentos de Listagem.....	25
QUADRO 2 – Práticas de Governança Corporativa nos principais mercados de capitais.....	26
QUADRO 3 – Obrigatoriedade das práticas de Governança Corporativa por níveis de segmento.....	37
QUADRO 4 – Relações esperadas entre as variáveis em estudo.....	40

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Ações utilizadas na pesquisa.....	32
TABELA 2 – Práticas de Governança Corporativa seguida pelas empresas 2010-2012	41
TABELA 3 – Estatística descritiva da PIN do Triênio (em%).....	43
TABELA 4 – Estatística descritiva da PIN por ano.....	44
TABELA 5 – PIN média por segmento.....	45
TABELA 6 – Modelo Completo.....	46
TABELA 7 – Modelo sem as variáveis dos segmentos da BM&FBovespa.....	47
TABELA 8 – Modelo com apenas as práticas Obrigatórias de Governança Corporativa.....	48
TABELA 9 – Persistência de Resultados e Governança Corporativa.....	50
TABELA 10 – Modelo Completo.....	52
TABELA 11 – Retirando as variáveis do segmento de governança.....	53
TABELA 12 – Modelo Completo.....	55
TABELA 13 – Modelo sem as variáveis do segmento de Governança Corporativa..	56

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA.....	16
1.2	OBJETIVOS DA PESQUISA.....	16
1.2.1	Objetivo Geral.....	17
1.2.2	Objetivos Específicos.....	17
1.3	JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA.....	17
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	19
2.1	ASSIMETRIA INFORMACIONAL.....	19
2.2	QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL.....	21
2.3	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	22
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	30
3.1	TIPOLOGIA DA PESQUISA.....	30
3.2	PLANO AMOSTRAL E COLETA DE DADOS.....	30
3.3	DEFINIÇÃO DOS MODELOS.....	32
3.3.1	Variáveis Dependentes.....	32
3.3.2	Varáveis Explicativas.....	35
3.3.3	Modelo de Regressão.....	38
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	41
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA.....	41
4.1.1	Práticas de Governança Corporativa.....	41
4.1.2	<i>Proxy</i> para Assimetria de Informação (PIN).....	43
4.1.3	Relações entre a PIN e as práticas de Governança Corporativa.....	45
4.2	ANÁLISE DA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	49
4.2.1	Relação entre Persistência de Resultados e Governança Corporativa.....	49
4.2.2	Relação entre Nível de Conservadorismo e Governança Corporativa.....	51
4.2.3	Relação entre Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa...	54

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS..... 57

REFERÊNCIAS..... 59

1 INTRODUÇÃO

Os escândalos financeiros afetaram a confiança dos investidores sobre o real desempenho das firmas, levando-os a procurarem ambientes favoráveis para investir seu capital, no que se refere à rentabilidade do negócio e ao risco envolvido (SILVA *et. al.*, 2011). Este fato pode decorrer do problema de agência descrito por Jensen e Meckling (1976), o qual relata que os investidores necessitam de alguma pessoa que administre seus recursos (os gestores) e, por outro lado, os gestores necessitam dos recursos dos investidores.

Em ambientes nos quais ocorrem o problema de agência, existem agentes informados e desinformados. Os informados possuem vantagens, pois com base em informações privilegiadas podem ajustar sua carteira de investimentos. Entretanto, os investidores desinformados, por causa da informação privada possuída pelos investidores informados, provavelmente, possui o maior risco na negociação de ações (EASLEY; O'HARA, 2004).

Easley e O'Hara (2004) mostraram que o custo de capital é negativamente afetado pela assimetria de informações, como também supõe que a qualidade da informação contábil é um fator de risco não diversificável, portanto, as diferenças nas informações entre investidores afetam o custo do capital para a empresa. Neste sentido, em vários mercados de capitais do mundo, os órgãos reguladores têm buscado estabelecer mecanismos para minimizar o efeito da assimetria informacional entre os diversos agentes econômicos. Na busca de um mercado acionário mais confiável para proteção ao investidor, no Brasil, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S/A. (BM&FBOVESPA) adota níveis diferenciados de Governança Corporativa.

A BM&FBOVESPA, ao instituir os níveis diferenciados de governança corporativa, atribuiu, a cada um, estratégias próprias a serem cumpridas para que as empresas possam participar desse segmento, transparecendo maior confiança aos investidores. Essa proteção, segundo Silveira (2004), busca reduzir os custos decorrentes do problema de agência e é tida como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos à companhia.

Portanto, considera-se que a assimetria informacional pode ser reduzida pela observância das práticas estabelecidas pela governança corporativa e fornecimento de informações contábeis com maior qualidade, o que, conseqüentemente, conduz uma melhoria a eficiência do investimento. Neste sentido, Verdi (2006) explica que a qualidade da informação contábil reduz a assimetria de informação entre os investidores e acionistas e os gestores, atenuando os conflitos de agências.

Porém, observa-se em algumas pesquisas (ANTUNES; MENDONÇA, 2008;

ANTUNES *et, al*, 2009; SANTOS; DANI; TOLEDO FILHO, 2012) que as firmas listadas nos segmentos de maiores níveis de Governança não necessariamente possuem maior qualidade das informações contábeis e, por outro lado, outros estudos mostram evidências que existe uma relação inversa entre o nível de governança corporativa e a assimetria informacional (BOPP, 2003; BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009; MARTINS, 2012; GIRÃO, 2012; GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2012).

Em pesquisas internacionais também se questiona acerca da governança corporativa, no sentido de que, se seria necessário que as práticas de governança corporativa assumam um caráter de obrigatoriedade através de leis, a exemplo da Lei Sarbanes-Oxley de 2002, ou se os países deveriam elaborar códigos de governança a serem seguidos voluntariamente pelas empresas, entretanto, um vez adotados, deveriam ser seguidos (AGUILERA; CAZURRA, 2009). Os autores expõem ainda, que existe dúvida sobre se essas práticas, códigos ou leis, resolveriam os problemas no mundo corporativo no que diz respeito a prestação de contas e divulgação de informação.

Reaz e Hossain (2007) argumentam que a atenção mais cuidadosa deve ser direcionada para as economias em desenvolvimento, uma vez que eles estão menos avançados nas áreas de governança corporativa. Sendo assim, para que a governança corporativa atinja seus objetivos, deve capturar as características sociais, políticas e econômicas do ambiente empresarial (CUERVO, 2002; ROBERTS, 2004; OKIKE, 2007; REAZ; HOSSAIN, 2007) .

Contudo, até o presente momento, poucos são os estudos que analisam a relação entre assimetria de informações na negociação, qualidade da informação contábil e as práticas intrínsecas de governança corporativa adotadas pelas firmas.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Diante do exposto, surge a seguinte questão de pesquisa: **Quais são as relações existentes entre a assimetria informacional, a qualidade da informação contábil e a governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?**

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Buscando responder o problema de pesquisa, têm-se os objetivos geral e específicos.

1.2.1 Objetivo Geral

Como objetivo geral, a presente pesquisa busca avaliar as relações existentes entre a assimetria informacional na negociação de ações, a qualidade das informações contábeis reportadas e as práticas de governança corporativa das companhias listadas na BM&FBOVESPA.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para alcançar o objetivo geral, são estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- Avaliar o nível de assimetria informacional na negociação de ações no mercado de capitais brasileiro;
- Avaliar a qualidade das informações contábeis reportadas pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA;
- Identificar as práticas intrínsecas de governança corporativa adotadas pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA;
- Analisar a relação entre o nível de assimetria informacional na negociação de ações e as práticas de governança corporativa;
- Analisar a relação entre a qualidade da informação contábil e as práticas de governança corporativa.

1.3 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA

O estudo sobre a assimetria informacional se faz necessário, uma vez que a Contabilidade busca atuar como fonte de redução dessa assimetria, buscando assim minimizar os conflitos entre os agentes internos e externos das organizações. Sunder (1997) ressalta que a informação contábil influencia o nível de assimetria informacional.

Já a governança corporativa pode ser identificada como um fator na busca dessa redução, por ser um conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, que visam minimizar os custos decorrentes do problema de agência.

Considera-se a hipótese de que as práticas de governança afetam o desempenho das organizações, mostrando-se como parâmetro para que o investidor possa confiar e investir nas empresas que aderem tais práticas (SILVEIRA, 2004). Portanto, percebe-se a importância de

estudos que contribuam para o melhor entendimento das práticas de governança praticadas pelo mercado.

Destaca-se a importância da informação contábil e da sua qualidade, pois é essencial para que os investidores balizem suas decisões no mercado de capitais, sendo extremamente importante na redução da assimetria informacional (ANTUNES; MENDONÇA, 2008).

A relevância desta pesquisa está suportada pelo fato que, de acordo com pesquisas realizadas, poucos são os trabalhos que avaliam a relação existente entre a assimetria informacional e as práticas intrínsecas de governança corporativa (BOPP, 2003; BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009; MARTINS, 2012; GIRÃO, 2012; GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2012), atestando se a adoção das mesmas é eficiente na redução desse problema de agência, possibilitando maior confiança aos investidores na hora de optarem pela escolha de investirem em determinadas ações de determinadas empresas.

Apesar de estudos sobre assimetria informacional na negociação de ações serem um tema bastante discutido atualmente, o presente trabalho destaca-se por apresentar diferenciação em seu desenvolvimento quanto à medição da assimetria informacional através da Probabilidade de Informação Privilegiada (PIN), a qual possui poucos estudos no Brasil (BOPP, 2003; BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009; MARTINS, 2012; GIRÃO, 2012; GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2012; MARTINS; PAULO, 2013).

Particularmente, este trabalho também busca contribuir sobre o tema governança corporativa, à medida que busca fornecer evidências relacionadas a cada uma das práticas adotadas nos diferentes níveis de diferenciação, dando ênfase à importância das práticas intrínsecas desse mecanismo, sustentando-se na triangulação de que ambientes que possuem assimetria informacional, no caso desta pesquisa assimetria informacional na negociação de ações, a informação contábil serve como um mecanismo de governança corporativa (DALMÁCIO; REZENDE, 2008), dessa forma infere-se que melhores práticas de governança corporativa proporcionam melhor qualidade da informação contábil, que por sua vez contribui na redução na assimetria informacional.

Cabe ressaltar que, o presente estudo não teve a pretensão de esgotar a discussão sobre o tema, mas, suscitar o questionamento pontual em determinados pontos da literatura acadêmica e da prática empresarial; o que provavelmente levará a novos questionamentos e novas pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Um dos pioneiros a tratar sobre o problema da assimetria de informação foi Akerlof (1970) com o estudo denominado *Market for Lemons*, o qual utilizou como exemplo para descrever tal fato o mercado norte-americano de carros usados. Nesse estudo, Akerlof (1970) explica que o conceito de assimetria informacional pode ser entendido no processo de venda e compra de um automóvel.

Segundo o autor, quem vende tem pleno conhecimento das condições do veículo, por outro lado quem compra desconhece essas condições. Devido a essa diferença de informações, o comprador já tem o intuito de ofertar um preço abaixo daquele que realmente o veículo valeria, caso ele conhecesse todas as condições, conseqüentemente, quem está vendendo se tiver um bom carro não finalizará o negócio, pois existe a possibilidade de receber um valor diferente do valor real do automóvel.

Tal exemplo pode ser comparado com Martinez (2001), quando alerta que no contexto de assimetria de informações existe o risco inevitável de que os resultados reportados pela gestão não necessariamente sejam apresentados da forma esperada pelos usuários da informação contábil, uma vez que um poderá ter informações diferentes do que outro seja em quantidade ou qualidade.

Para Scott (2003), o conceito de assimetria informacional ocorre quando um dos participantes da negociação possui melhores informações do que outro(s) participante(s). Por outro lado, Jensen e Meckling (1976) explicam que a separação entre as atividades de gestores e a propriedade da empresa possibilita os conflitos de agência, nesse caso os agentes internos tentam maximizar a utilidade expropriando os ganhos dos agentes externos, com menos acesso às informações sobre a firma.

Diante deste contexto destaca-se a Contabilidade, a qual além de possuir o papel de fornecer informação aos seus usuários, também deve atuar como redutora da assimetria informacional, entre os agentes que atuam dentro e fora das organizações (GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2012). Portanto, ressalta-se a importância da Contabilidade em um ambiente que exista a assimetria informacional.

Uma *proxy* para medição da assimetria informacional foi a proposta por Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002), *Probability of Informed Trading* (PIN) Com o intuito de medir a

probabilidade de que tenham ocorrido transações baseadas em informações privilegiadas, Easley, Kiefer e O'Hara (1996) criaram o modelo de mensuração chamado de Probabilidade de Operação com Informação, ou simplesmente, PIN (*Probability of Informed Trading*). Em uma de suas versões, Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002) apresentaram um modelo chamado EHO, para medir a PIN, que permite a utilização de dados observáveis. É considerado como dados observáveis, o número diário de operações de compras e vendas de uma ação, para fazer inferências sobre informações de eventos não observáveis, além da separação dos negócios entre negociadores informados e desinformados utilizando dados de microestrutura de mercado.

Esse modelo parte da premissa de que as operações de compra e venda das ações são consequências das decisões tomadas por negociadores informados ou desinformados para identificar a assimetria de informação no mercado de capitais, sendo conceituado negociador informado, aquele que possui uma informação privilegiada sobre o real valor do ativo negociado, enquanto negociador desinformado é aquele que negocia apenas com informações públicas disponíveis no mercado (MARTINS; PAULO, 2013).

Um dos destaques da utilização da PIN, é que a mesma é considerada uma *proxy* direta de assimetria mais independente da organização do mercado se comparada com outras *proxies* como volatilidade, os lucros anormais e o número de anúncios públicos sobre a empresa, tendo a PIN uma extensa aplicação na literatura de finanças (ABAD; RUBIA, 2005; HEIDLE; HUANG, 2002; AKTAS *et. al*, 2007; MARTINS; PAULO, 2013).

Sendo assim, o modelo interpreta o nível normal de compras e vendas de uma ação como um negócio desinformado utilizando esses dados para identificar as taxas de chegada de ordens de compra (ϵ_b) e de venda (ϵ_s) de negociadores desinformados. Um volume anormal de compras e vendas é tido como uma negociação baseada em informação e é utilizado para identificar a chegada de negociadores informados (μ), enquanto o número de dias em que o volume é anormal é utilizado para identificar a probabilidade de ocorrência de um evento baseado em informação (α) e a probabilidade dessa informação pode ser uma má notícia (δ), sendo assim a PIN pode ser estimada por meio da seguinte equação:

$$PIN = \frac{\alpha\mu}{\alpha\mu + \epsilon_b + \epsilon_s} \quad (1)$$

Onde α é a probabilidade de ocorrer um evento informacional; μ é a taxa de chegada de ordens de negociadores informados; ϵ_b é a taxa de chegada de ordens de compradores desinformados; e, ϵ_s é a taxa de chegada de ordens de vendedores desinformados.

Vários estudos utilizam a PIN para mediar à assimetria de informação (EASLEY *et. al.*, 2002; BROWN *et. al.*, 2004; BOTOSAN; PLUMLEE, 2008; LAFOND; WATTS 2008; BHATTACHARYA *et. al.*, 2012).

2.2 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Brown e Caylor (2004) observaram que, a má gestão por parte das firmas com baixo nível de governança provocou desempenhos menores do que para aquelas bem administradas. Para acompanhar o desempenho das empresas, o principal meio de comunicação que os usuários utilizam é os relatórios contábeis, nos quais contém informações relevantes, sendo esperado que estes estejam demonstrando à realidade econômico-financeira da empresa, dando suporte para a tomada de decisões.

Dechow, Ge e Schrand (2010) observam que vários fatores sociais, econômicos, políticos e comportamentais interferem para que nem todos os agentes econômicos possam ter a mesma informação. Lopes e Martins (2005) afirmam que a própria informação contábil é o mais elementar para o mecanismo de governança. Neste sentido, de acordo com a literatura corrente (DECHOW; DICHEV, 2002; DECHOW; SCHRAND, 2004; BURGSTAHER; HAIL; LEUZ, 2006 DECHOW; GE; SCHRAND, 2010), diversos atributos podem ser considerados como qualidade da informação contábil: persistência nos resultados, o nível de conservadorismo, gerenciamento dos resultados e qualidade na mensuração dos *accruals* dentre outros.

A persistência dos resultados se refere ao fato de a informação contábil ter forte relação com o desempenho empresarial. Os investidores obtêm informações de fontes que possam auxiliá-los na predição dos resultados futuros e avaliação do valor dos ativos, sendo que o forte interesse sobre esse atributo está, exatamente, no fato dos números contábeis serem mais persistentes que outras informações, contribuindo assim na previsão dos resultados futuros e, conseqüentemente, na avaliação do valor dos ativos.

A respeito do conservadorismo, Lopes (2001) e Lopes e Martins (2005) argumentam que a utilização do conservadorismo pela Contabilidade amplia a confiabilidade e a transparência, fazendo com que o seu alcance seja fundamental no intuito de limitar a ação discricionária dos gestores, os quais sem esse atributo apresentariam um tendencioso otimismo, transformando-o como a realidade econômica da empresa de forma enviesada.

Outra dimensão da qualidade da informação contábil bastante discutida pela literatura

nacional e internacional vem sendo bastante explorada no que diz respeito ao gerenciamento de resultados contábeis por meio dos *accruals*. Chen, Lin e Zhou (2005) explicam que o gerenciamento de resultados contábeis é promovido pelas oportunidades supridas pelos administradores no momento da evidenciação de resultados da firma. A administração pode escolher qual tratamento a ser dado ao evento contábil por meio dos componentes discricionários dos *accruals*, de forma que atinja alguns objetivos específicos (SCOTT, 2003).

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa é tratada de forma diversificada nos diferentes países, devido às particularidades de cada mercado. Shleifer e Vishny (1997) abordam que a governança corporativa em países desenvolvidos, como Estados Unidos da América, Alemanha, Japão e Reino Unido é considerada de ótima qualidade, o que não indica que está completamente correta ou que não necessite melhorar, por outro lado em países menos desenvolvidos ela é considerada praticamente inexistente.

Entretanto, mesmo que a governança corporativa apresente diferenças conforme países e até mesmo entre organizações, O'Shea (2005) e Aguilera e Cazorra (2009) explicam que os códigos de governança têm algumas características comuns na maioria dos países. Essas características emitem algumas recomendações sobre as seguintes seis práticas de governança, seja explícita ou implícita:

- 1) um balanceamento de diretores executivos e não executivos, tal como diretores não-executivos independentes;
- 2) uma clara divisão de responsabilidades entre o *chairman* e o *chief executive officer*;
- 3) a necessidade de informações oportunas e de qualidade para serem fornecidas aos conselhos;
- 4) procedimentos formais e transparentes, para a nomeação de novos diretores;
- 5) relatórios financeiros equilibrados e compreensíveis; e
- 6) manutenção de um sistema de controle interno.

Neste sentido, mesmo sendo tratada de forma diferente, o foco da governança corporativa centra-se em minimizar os problemas de agência, buscando assegurar que os acionistas minoritários recebam informações confiáveis sobre o valor da firma, podendo as informações contábeis ser consideradas como um dos meios para a redução desses conflitos (CARVALHO, 2002; BUSHMAN; SMITH, 2003; LOPES; MARTINS, 2005).

Portanto, governança corporativa pode ser definida como o conjunto de mecanismos que possibilita, aos fornecedores de recursos, a garantia de obtenção de retorno sobre seu investimento (SCHLEIFER; VISHNY, 1997). Leal e Saito (2003) acrescentam que a governança corporativa é um conjunto de regras, práticas e instituições que determinam a forma como os administradores agem para atender melhor ao interesse das partes envolvidas, tendo em vista que, na maioria dos casos no Brasil, não existe uma separação entre a administração e o controle das companhias, ocorrendo o conflito de interesses entre acionistas minoritários e acionistas controladores.

Neste sentido, o intuito da governança é garantir segurança ao investidor, para que esse esteja seguro do retorno do capital investido, uma vez que os investidores necessitam que alguém gerencie seus investimentos e por outro lado os gestores necessitam dos recursos dos investidores. No que se refere aos grandes acionistas, a presença destes nas empresas, apontam evidências de desempenho relevante ao papel da governança, pois eles têm o interesse de obter o retorno de seu capital e podem intervir na administração com o poder de voto (SCHLEIFER; VISHNY, 1997).

Aguilera e Cazorra (2009) explicam que existem duas formas para a implementação de código ou práticas de governança corporativa são a regulamentação obrigatória ou facultativa. Os exemplos clássicos das duas abordagens alternativas para implementação de códigos são através da legislação (como, por exemplo, a Lei Sarbanes- Oxley EUA de 2002) e através de uma abordagem chamada "*Comply or Explain*" (por exemplo, o Código do Reino Unido de 2003).

O Relatório Cadbury é baseado na regra de "*Comply or Explain*", onde não é exigido para as sociedades cotadas cumprir todas as recomendações do código, mas as empresas devem declarar como elas aplicaram os princípios do código e, nos casos de não-conformidade, devem explicar as razões. Esta abordagem permite uma flexibilidade para ajustar as características de diferentes empresas e supõe que o mercado de capitais vai monitorar e avaliar o valor se o cumprimento de tais práticas realmente influenciam no desempenho da empresa.

Neste sentido surge um confronto de entendimentos no que diz respeito sobre se as práticas voluntárias contidas no código são instrumentos eficaz de governança, ou se uma governança mais rigorosa com regras obrigatórias seriam necessárias para aumentar a adesão a tais práticas, principalmente em países em desenvolvimento e que tenham fracos sistemas de governança.

Quanto ao conceito dos mecanismos de governança serem adequados, diversos autores

dividem-se sobre a questão. Easterbrook e Fischel (1991) e Romano (1993), por exemplo, acreditam que os atuais mecanismos atendem as necessidades do mercado, enquanto que Jensen (1993) acredita que esses mecanismos são falhos.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) destaca que a otimização do desempenho de uma companhia se dá ao proteger todas as partes interessadas, sendo eles investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital, que é a finalidade do conjunto de práticas da governança corporativa.

Ressalta-se que, embora códigos de práticas de governança corporativa têm sido desenvolvidos em todo o mundo há mais de uma década, o grau com que as empresas adotam esses códigos, varia entre os países, ressaltando que a decisão de adotar um determinado código não garante automaticamente uma governança corporativa eficaz (AGUILERA; CAZURRA, 2009). Os autores destacam ainda que como esperado, nos países em desenvolvimento, o cumprimento dos códigos ou a aceitação de práticas de governança corporativa ainda é escasso.

As organizações passaram a adotar boas práticas de governança corporativa, na qual possui como pilares, a transparência, prestação de contas, equidade, ética, cumprimento das leis e independência dos conselhos, a partir da necessidade da criação de um ambiente mais favorável para captar recursos dos investidores nacionais e internacionais, uma vez que se percebe que as preocupações deles não se restringem apenas a rentabilidade dos negócios, mas também aos riscos envolvidos nas operações (SILVA *et. al*, 2011).

O mercado de capitais brasileiro, diante da preocupação com o novo perfil dos investidores, buscou criar um ambiente propício para estes, fazendo com que importantes agentes atuantes no mercado local adotassem algumas medidas, por exemplo, introduzindo alterações na legislação societária (em particular, a Lei das S/A), ou instituindo o Novo Mercado e dos níveis diferenciados de Governança Corporativa (Nível I e II) pela Bovespa (SILVA *et. al*, 2011),.

As regras de governança adotadas buscam reduzir os riscos para os investidores, concedendo os direitos e garantias assegurados aos acionistas e às informações mais completas divulgadas, reduzindo assim, a assimetria informacional entre acionistas controladores, participantes do mercado e os gestores da companhia.

Em cada nível de governança é determinado regras específicas. O Novo Mercado é o mais elevado padrão, um segmento de listagem, em que as empresas se comprometem com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais a mais do que é exigido pela legislação, concretizado através de contrato de participação do novo mercado entre a

companhia, controladores, administradores e a BM&FBOVESPA.

Quanto ao Nível II, além de adotarem conjunto de amplas práticas de governança, e de direitos acionistas para os minoritários, tem também o compromisso com as exigências do Nível I, neste as companhias tem em essencial as melhorias na prestação de informações ao mercado e com divisão acionária.

Um resumo e comparativo das práticas de governança corporativa listadas pela BM&FBovespa, relaciona-se no Quadro 1:

Quadro 1: Comparativo dos Segmentos de Listagem

PRÁTICA	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)

PRÁTICA	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Facultativo

Fonte: Site da BM&FBovespa (2013).

Para Fama e Jensen (1983), Weisbach (1988) e Jensen (1993), o conselho de administração tem um papel importante na governança corporativa, e sua eficácia depende do número de diretores e sua composição. Um conselho com maior número de membros, por exemplo, pode auxiliar na relação entre a empresa e o ambiente externo, por meio da melhoria na escolha das estratégias da firma, ou minimizar a adoção de práticas discricionárias por parte dos gestores.

Hitt, Hoskisson e Ireland (2002) acrescentam que a governança corporativa preocupa-se em identificar maneiras que garantam que as decisões estratégicas sejam tomadas eficientemente. Para Andrade e Rossetti (2006), as boas práticas de governança corporativa permitem uma melhor gestão, maximizando a riqueza para os acionistas.

Neste sentido, percebe-se que outros fatores e características das empresas parecem afetar o conceito de boas práticas de governança, atrelado a este fato tem-se que as práticas emitidas em diferentes países que, de fato, têm diferentes recomendações, dificulta a comparação da sua eficácia (AGUILERA; CAZURRA, 2009).

Com relação as práticas de governança corporativa, Silveira (2010) faz uma comparação entre as características de cada país (Quadro 2):

Quadro 2: Práticas de governança corporativa nos principais mercados de capitais

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DAS EMPRESAS	
EUA	<ul style="list-style-type: none"> • Grandes empresas com estrutura de propriedade bem dispersa; • Baixa proporção de grandes companhias sob controle familiar, estatal, ou de grupos financeiros; • Acionistas relativamente fracos e executivos fortes no controle das grandes companhias, resultando na predominância do problema de agência, acionistas vs. executivos.
REINO UNIDO	<ul style="list-style-type: none"> • Estrutura de propriedade dispersa mas companhias listadas de forma similar aos Estados Unidos; • Predominância do problema de agência: acionistas vs. executivos.
FRANÇA	<ul style="list-style-type: none"> • Presença marcante do Estado, que ainda atua como acionista de cerca 1.500

	<p>companhias;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Estrutura de propriedade concentrada, com presença de um grande acionista ou bloco de controle familiar; • Fuga do princípio uma ação – um voto em boa parte das empresas, principalmente por meio da emissão de ações com múltiplos direitos de votos.
JAPÃO	<ul style="list-style-type: none"> • Presença ainda relevante dos keiretsu, participações societárias cruzadas entre diversas empresas e bancos;
ATIVISMO DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS	
EUA	<ul style="list-style-type: none"> • Papel relevante e em crescimento dos investidores institucionais; • Principais representantes: fundos de pensão de grande porte e fundos de <i>Hedge</i>; • Apesar da diversidade de estratégias, geralmente possuem horizonte de longo prazo e atuam como acionistas minoritários, fomentando a adoção de melhores práticas de governança; • Possuem a forma crescente de mecanismo de “voz”, com maior atuação conjunta e engajamento nas assembleias anuais.
REINO UNIDO	<ul style="list-style-type: none"> • Papel muito relevante dos investidores institucionais; • Fundos de pensão detentores de cerca de 1/3 do total de ações das companhias abertas e seguradoras detentoras de cerca de 20% das ações das empresas listadas na bolsa de Londres;
FRANÇA	<ul style="list-style-type: none"> • Não reportou.
JAPÃO	<ul style="list-style-type: none"> • Dificuldade para exercício de maior ativismo por parte dos investidores.
ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO DOS CONSELHOS	
EUA	<ul style="list-style-type: none"> • Conselhos com alta proporção de membros independentes; • Definição mais restritiva do conceito de conselheiro independente; • Exigência do estabelecimento de três comitês do conselho para listagem em bolsa (auditoria, remuneração e nomeação/governança corporativa).
REINO UNIDO	<ul style="list-style-type: none"> • Conselhos com cerca de metade de conselheiros independentes, porém com proporção significativa de executivos; • Maior atuação conjunta do conselho com diretoria, em uma abordagem mais colaborativa e menos confrontacionista; • Conselhos com três comitês, todos compostos exclusivamente por conselheiros independentes: auditoria, remuneração e nomeação.
FRANÇA	<ul style="list-style-type: none"> • Conselhos com 3 a 18 membros; • Alto nível de entrelaçamento entre os conselhos de administração, com pessoas participando simultaneamente de diversas empresas; • Mínimo de 2/3 de conselheiros externos (não executivos) definido por lei; • Conselheiros com limite de participação em no máximo cinco conselhos de companhias abertas simultaneamente;
JAPÃO	<ul style="list-style-type: none"> • Composto quase que exclusivamente por executivos da companhia, indicados como

	recompensa por serviços prestados; <ul style="list-style-type: none"> • Por outro lado, aumento nos últimos ano da proporção de conselheiros externos, geralmente representantes de acionistas controladores; • 15 membros em média; • CEO quase sempre como homem forte do conselho; • Ausência quase completa de comitês nos conselheiros de administração; • Conselho tradicionalmente com funções quase que cerimoniais .
CARGOS DE PRESIDENTE DO CONSELHO (<i>CHAIRMAN</i> E CEO)	
EUA	<ul style="list-style-type: none"> • Ambos os cargos são ocupados pela mesma pessoa; • Tendência de separação crescente dos cargos ou ao menos definição de um papel alternativo de conselheiro independente líder.
REINO UNIDO	<ul style="list-style-type: none"> • Completa separação dos cargos de presidente do conselho e direto-presidente; • Maioria dos cargos de presidente do conselho ocupada por conselheiros independentes.
FRANÇA	<ul style="list-style-type: none"> • Desde 2001 uma nova lei permitiu que os cargos de CEO e <i>chairman</i> fossem ocupados por pessoas diferentes nas empresas com conselho unitário.
JAPÃO	<ul style="list-style-type: none"> • Não reportou.

Fonte: Silveira (2010)

Sendo assim a discussão gira em torno de como melhorar a governança corporativa, a exemplo da União Europeia, na qual fornece recomendações específicas sobre como a governança corporativa pode ser utilizada como reforço dos direitos a acionistas, com uma maior divulgação de informações, prestação de contas e modernização do conselho de administração. Parte da explicação é que, em geral, questões como direitos e responsabilidades das partes interessadas são levados mais a sério na Europa, uma vez que seus antigos mercados de capitais fracos são fortalecido e investidores institucionais tornam-se mais assertivo na promoção de medidas de governança mais eficazes, tais como uma maior responsabilização e uma melhor divulgação (AGUILERA; CAZURRA, 2009).

Estudos revelam uma relação inversa entre o cumprimento do código de governança e o gerenciamento de resultados contábeis. Por exemplo, Benkel, Mather, e Ramsay (2006) analisam se conselheiros independentes no conselho de administração e comitê de auditoria estão relacionados com níveis mais baixos de gerenciamento de resultados. Usando uma amostra das principais empresas 300 Australian, eles evidenciaram que uma maior proporção de conselheiros independentes no conselho e no comitê de auditoria está associada com níveis reduzidos de gerenciamento de resultados. Esses resultados são consistentes com os de pesquisas anteriores, EUA e Reino Unido, que ilustram a papel de acompanhamento crítico de

conselheiros independentes no corporativo e as práticas de governança (WEIR; LAING, 2000).

Com base em uma variedade de características de atributos dos resultados, como a suavização de resultados e o reconhecimento oportuno de perdas, Machuga e Teitel (2007) demonstram que a qualidade dos lucros melhora após a implementação das práticas de governança nas empresas mexicanas. Na mesma linha, Benkel, Mather e Ramsay (2006) também evidenciam que os níveis de gerenciamento de resultados são reduzidos através da função da independência da administração, principalmente nas grandes empresas.

Os códigos de governança corporativa também afetam variáveis de desempenho. Por exemplo, Dahya , McConnell e Travlos (2002) ilustram que a adoção do relatório Cadbury em 1992 aumentou a rotatividade dos principais gestores no Reino Unido. Ao mesmo tempo, a recomendação da separação de funções dos principais órgãos administrativos das firmas e as dos cargos dos altos executivos também aumentou a sensibilidade do volume de negócios no Reino Unido.

No entanto, muitos outros estudos mostram uma inconsistência ou uma relação negativa entre o cumprimento do código e desempenho da empresa. Por exemplo, Park e Shin (2001) encontraram em suas pesquisas que o cumprimento das diretrizes de Governança Corporativa da Bolsa de Toronto está associada a reduções na gestão de *accruals.*, Nowak, Rott e Mahr (2004) não encontram nenhuma associação das diretrizes de governança corporativa com o impacto sobre a capital e desempenho do mercado em empresas alemãs.

Outros estudos mostram que, em um nível mais geral, as recomendações do código de Governança Corporativa, tais como a independência do conselho, não é sistematicamente ligada ao desempenho financeiro (DALTON et. al., 1998; BHAGAT; BLACK, 2002).

Uma questão importante é o conceito de diretores independentes. Embora a maioria dos códigos de governança corporativa sublinhar a independência dos conselhos de administração, Maassen, van Den Bosch e Volberda (2004) perguntam se os conselheiros independentes são verdadeiramente independentes, o suficiente para ser monitores eficazes da gestão. Este é particularmente o caso porque a definição de diretor independência varia entre países e mesmo empresas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

Buscando responder ao problema pesquisa, foi utilizada a abordagem empírico-analítica, a qual consiste segundo Martins (2002), em abordagens que apresentam a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos com forte preocupação com a relação causal entre variáveis.

No que diz respeito aos procedimentos, consistem em pesquisa documental, pois Martins e Theóphilo (2009) explicam que esta pesquisa é caracterizada por utilizar documentos como fontes de dados, informações e evidências.

Ao analisar os objetivos, percebe-se que se trata de uma pesquisa descritiva, segundo Gil (1991), tal característica é atribuída à pesquisa que visa descrever as características de determinada população ou fatos que ocorre em determinada amostra, bem como as relações entre as variáveis estudadas.

3.2 PLANO AMOSTRAL E COLETA DE DADOS

A presente pesquisa utilizou dois períodos diferentes para analisar a relação entre a assimetria informacional na negociação de ações e as práticas de Governança Corporativa, limitando-se ao período de 2010 a 2012, devido ao elevado número de observações em alta frequência para estimação da PIN. Neste sentido, a população da presente pesquisa, inicialmente, foi composta pelas ações das empresas listadas na BM&FBovespa que apresentaram negociações ou que possuísem dados sobre as práticas de Governança Corporativa.

Após a coleta de dados, foram mantidas na amostra as ações que apresentaram tanto os dados de Governança Corporativa e para cálculo da *proxy* para assimetria de informação. Assim foram analisadas em 2010 cerca de 142 ações, em 2011 cerca de 152 ações e em 2012 cerca de 88 ações, perfazendo um total de 382 observações no período abrangido nesta pesquisa, ressalta-se que em 2012 foram analisadas apenas 89 ações, devido que o banco de dados do CMA[®], só apresentou dados dessas ações, a restrição do período também deveu-se a falta de dados disponíveis para anos anteriores a 2010.

Tabela 1 – Ações utilizadas na pesquisa.

Ano	Ações pesquisadas	Ações analisadas	Percentual (%)
2010	191	142	74,3
2011	191	152	79,6
2012	189	89	47,1
Total de observações	571	383	67,1

Fonte: BM&FBovespa

Já a relação entre a Qualidade da Informação Contábil e as práticas de Governança Corporativa foi analisada entre o período de 2008 a 2011 com total de 343 observações de 975 firmas, representando 35,18%.

Quanto a obtenção dos dados necessários recorreu-se a diversas fontes distintas. Para os dados de governança corporativa, como a utilização das práticas intrínsecas de governança e os dados de qualidade da informação contábil, foram utilizados o banco de dados do Economática[®], o Formulário 20 (20-F) divulgado pelas firmas, bem como os sites das próprias empresas, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da BM&FBovespa, enquanto que para o cálculo da probabilidade de negociação com *informação privilegiada* (PIN) utilizou-se a base de dados CMA[®], o qual fornece as informações intra-diárias necessárias para a metodologia utilizada nessa dissertação metodologia.

3.3 DEFINIÇÃO DOS MODELOS

3.3.1 Variáveis Dependentes

Para atender aos objetivos propostos no presente trabalho, utilizou-se o modelo proposto por Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002), para medir a assimetria de informação utilizando como *proxy* a PIN, a qual é considerada no modelo como variável dependente. A escolha da PIN como *proxy* de assimetria é que segundo Martins e Paulo (2013), a PIN destaca-se porque sua estimação é feita a partir dos dados de negociação do próprio mercado, podendo ser considerada um *proxy* direta de assimetria mais independente, se comparada a outras *proxies*, como a volatilidade, os lucros anormais e o número de anúncios públicos sobre a empresa. Outros autores (ABAD; RUBIA, 2005; CRUCES; KAWAMURA, 2005; HEIDLE; HUANG, 2007) também defendem a ideia da PIN representar melhor uma *proxy* para assimetria.

$$PIN = \frac{\alpha\mu}{\alpha\mu + \epsilon_b + \epsilon_s} \quad (1)$$

em que:

α = a probabilidade de ocorrer um evento informacional;

μ = a taxa de chegada de ordens de negociadores informados;

ϵ_b = é a taxa de chegada de ordens de compradores desinformados e

ϵ_s = é a taxa de chegada de ordens de vendedores desinformados.

Para a estimação dos parâmetros da equação 1, é maximizada a função de máxima verossimilhança condicionada ao histórico de negociações das ações, conforme equação 2 (MARTINS; PAULO, 2013).

$$\begin{aligned} L(\theta|B, S) &= (1 - \alpha)e^{-\epsilon_b} \frac{\epsilon_b^B}{B!} e^{-\epsilon_s} \frac{\epsilon_s^S}{S!} \\ &+ \alpha\delta e^{-\epsilon_b} \frac{\epsilon_b^B}{B!} e^{-(\mu + \epsilon_s)} \frac{(\mu + \epsilon_s)^S}{S!} \\ &+ \alpha(1 - \delta) e^{-(\mu + \epsilon_b)} \frac{(\mu + \epsilon_b)^B}{B!} e^{-\epsilon_s^S} S! \end{aligned} \quad (2)$$

Para analisar a Qualidade da Informação Contábil (QIC), foram adotadas as dimensões persistência dos resultados, nível de conservadorismo e gerenciamento de resultados contábeis das companhias abertas brasileiras.

Neste sentido, para verificar a persistência dos resultados contábeis e dos fluxos de caixa foi utilizado o seguinte modelo (DECHOW; SCHRAND, 2004):

$$X_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

em que:

X_{it+1} = valor da variável (lucro ou fluxo de caixa) na empresa i do ano $t+1$;

X_{it} = valor da variável (lucro ou fluxo de caixa) na empresa i do ano t ;

ϵ_{it} = erro da regressão.

Para se analisar a persistência dos resultados contábeis, as variáveis X_{it+1} e X_{it} serão substituídas, respectivamente, pelo resultado operacional do período posterior (LO_{it+1}) e resultado operacional corrente (LO_{it}); enquanto que, para se avaliar a persistência dos fluxos

de caixa, as variáveis do modelo descrito na equação 1 são substituídas pelo fluxo de caixa operacional do período posterior (FCO_{it+1}) e fluxo de caixa corrente (FCO_{it}). Considera-se que os resultados contábeis são mais persistentes do que os fluxos de caixa quando a estimativa do seu coeficiente α_1 está mais próximo de 1.

A teoria subjacente para essa *proxy*, segundo Dechow, Ge e Schrand (2010), está no fato de que firmas com resultados mais persistentes têm maior poder preditivo dentro de modelo de avaliação de ativos. Esse procedimento metodológico é consistente com o adotado por Dechow (1994), Barth, Cram e Nelson (2001), Dechow e Schrand (2004) e Zhang (2007). Considera-se que a empresa com o maior coeficiente estimado de α_1 é aquela com maior nível de persistência dos resultados contábeis ou de fluxos de caixa.

O coeficiente α_3 do modelo de Basu (1997) é uma *proxy* para o conservadorismo contábil e mensura a intensidade da assimetria no reconhecimento de boas e más notícias, de modo que valores maiores e mais significativos para α_3 indicam que as companhias incluídas na amostra têm, em média, um alto grau de conservadorismo ($\alpha_3 > 0$).

$$\frac{LL_{it}}{P_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{it} + \alpha_2 R_{it} + \alpha_3 R_{it} * DR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

em que:

LL_{it} = lucro líquido contábil por ação da empresa i no ano t;

P_{it-1} = preço da ação da empresa i no ano t;

DR_{it} = *dummy* para indicar se o retorno foi negativo, assumindo valor 1 se $R_{it} < 0$ e 0 nos demais casos;

R_{it} = retorno da ação da empresa i no ano t; é o erro da regressão.

O atributo gerenciamento de resultados é calculado segundo o modelo proposto por Pae (2005), descrito da seguinte forma:

$$TA_{it} = \alpha(A_{t-1}) + \beta_1(\Delta R_{it}) + \beta_2(PPE_{it}) + \beta_3(FCO_{it}) + \beta_4(FCO_{it-1}) + \beta_5(TA_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

em que:

TA_{it} = os *accruals* totais da empresa i no ano t;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período t-1 para o período t;

PPE_{it} = os saldos das contas Ativo Imobilizado da empresa i no final do período t;

A_{it-1} = os ativos totais da empresa no final do período t-1;

FCO_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa i no período t;

FCO_{it-1} = fluxo de caixa operacional da empresa i no período t-1;

TA_{it-1} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*; e ϵ_{it} é o erro da regressão.
Todas as variáveis são ponderadas pelos ativos totais no início do período.

Os *accruals* totais são calculados da seguinte forma:

$$TA_{it} = (\Delta AC_{it} - \Delta Disp_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta Div_{it}) - Depr_{it} \quad (6)$$

em que:

TA_t = os *accruals* totais da empresa no período *t*;

ΔAC_t = a variação do ativo corrente (circulante) da empresa no final do período *t-1* para o final do período *t*;

ΔPC_t = a variação do passivo corrente (circulante) da empresa no final do período *t-1* para o final do período *t*;

$\Delta Dispt$ = a variação das disponibilidades da empresa no final do período *t-1* para o final do período *t*;

ΔDiv_t = a variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no final do período *t-1* para o final do período *t*;

$Depr_{it}$ = o montante das despesas com depreciação e amortização da empresa durante o período *t*.

Todas as variáveis são ponderadas pelos ativos totais no início do período *t*.

Por este modelo, pode-se considerar que, as empresas com menor nível de gerenciamento de resultados são aquelas com o menor volume de erro de estimação da equação 5.

3.3.2 Varáveis explicativas

Após os cálculos através dos modelos descritos nas equações de 1 a 6, os resultados do nível de assimetria informacional foram relacionados com as práticas de governança corporativa, por meio de análise de regressão.

A BM&FBovespa elenca uma série de práticas para que as empresas se enquadrem em determinados níveis de governança, tendo em vista a hipótese de que as empresas que adotam as melhores práticas de governança corporativa reduzem a assimetria informacional. Para facilitar a leitura e o entendimento as características serão nomeadas PT (práticas):

- PT1: Existência exclusivamente de ações ordinárias, objetivando garantir o direito ao voto a todos os acionistas;

- PT2: *Free float* (ações em circulação no mercado, que não estão no poder dos acionistas controladores) mínimo de 25%. Um percentual mínimo de ações não pertencentes ao grupo de controle deverá aumentar a negociabilidade no mercado secundário, aumentando a liquidez da ação;
- PT3: Existência de regras para distribuição pública de ações;
- PT4: Existência de regras para vedações a disposição estatutária: Limitação de voto inferior a 5% do capital;
- PT5: Existência de regras para vedações a disposição estatutária: Quórum qualificado;
- PT6: Existência de cláusula pétrea, a qual corresponde à cláusula no estatuto social que obriga o acionista que venha a votar pela dissolução da oferta pública de Laquisição de ações obrigatórias (OPA), a fazer a mesma OPA;
- PT7: Composição do Conselho de Administração: Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos. Quando o Conselho de Administração é composto por 5 membros com mandato unificado, a utilização do voto múltiplo torna-se mais eficaz. O objetivo do mandato de até 2 anos, mais curto do que os 3 anos previsto na regulamentação, é possibilitar que os acionistas possam, mais rapidamente, trocar um conselheiro caso avaliem necessário;
- PT8: Existência de vedação à acumulação de cargos;
- PT9: Tradução das demonstrações contábeis para a língua inglesa. Com isso a companhia obtém maior exposição diante de investidores estrangeiros e para os investidores brasileiros, a adoção de padrões internacionais oferece maiores possibilidades de comparação com empresas semelhantes em outros países;
- PT10: Obrigatoriedade da reunião pública anual;
- PT11: Existência de calendário de eventos corporativos;
- PT12: Divulgação adicional de informações: Política de negociação de valores mobiliários;
- PT13: Divulgação adicional de informações: Código de conduta;
- PT14: Concessão de *tag along* de 100% para ações ON. *Tag along* é um mecanismo aplicável em casos de venda de controle, significa o direito de todos os acionistas venderem suas ações ao comprador do controle, em conjunto com o vendedor do controle;

- PT15: Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico em caso de fechamento de capital ou saída do segmento, facultando aos acionistas a possibilidade de vender suas ações por um valor condizente ao negócio da companhia; e,
- PT16: Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado.

Essas práticas tomaram como base nas exigências do Novo Mercado, tendo em vista que este é o segmento que elenca todas as práticas exigidas pelos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa. Para fim de tratamento estatístico, as variáveis descritas, serão consideradas como variáveis *dummies*, atribuindo valor 1 (um) quando a empresa adotar a prática analisada e, valor 0 (zero), caso contrário.

A seguir, apresenta-se um quadro resumo das práticas mostrando em quais níveis de governança corporativa as práticas são obrigatórias:

Quadro 3: Obrigatoriedade das práticas de governança corporativa por níveis de segmento.

COD	PRÁTICAS	TRADI-CIONAL	NÍVEL 1	NÍVEL 2	NOVO MERCADO
PT1	Existência exclusivamente e ações ordinárias	NÃO	NÃO	NÃO	SIM
PT2	<i>Free float</i> mínimode 25%	NÃO	SIM	SIM	SIM
PT3	Existência de regras para distribuição pública de ações	NÃO	SIM	SIM	SIM
PT4	Limitação de voto inferior a 5% do capital	NÃO	NÃO	SIM	SIM
PT5	Quórum Qualificado	NÃO	NÃO	SIM	SIM
PT6	Existência de cláusula pétrea para dissolução da OPA	NÃO	NÃO	SIM	SIM
PT7	Composição do Conselho de Administração	NÃO	NÃO	SIM	SIM
PT8	Existência de vedação à acumulação de cargos	NÃO	SIM	SIM	SIM
PT9	Tradução das demonstrações contábeis	NÃO	NÃO	SIM	SIM
PT10	Reunião Pública Anual	NÃO	SIM	SIM	SIM
PT11	Calendário de eventos corporativos	NÃO	SIM	SIM	SIM
PT12	Política de negociação de valores mobiliários	NÃO	SIM	SIM	SIM
PT13	Divulgação Adicional sobre o Código de Conduta	NÃO	SIM	SIM	SIM
PT14	<i>Tag Along</i> de 100% para ações ON	NÃO	NÃO	SIM	SIM
PT15	OPA no mínimo pelo valor econômico	NÃO	NÃO	SIM	SIM
PT16	Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	NÃO	NÃO	SIM	SIM

Além das práticas intrínsecas de governança corporativa elencadas pela BM&FBovespa, a literatura destaca outras variáveis que possivelmente contribuem para a melhoria da Governança Corporativa e conseqüentemente reduzem a assimetria informacional. Assim, esta pesquisa introduziu ao modelo outras variáveis descritas:

- a) **Nível de Governança Corporativa** – adotou-se a classificação dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa. Primeiramente foi dividida as empresas conforme o nível de Governança Corporativa, Mercado Tradicional (MTrad), Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), em seguida foi atribuído o valor 0 quando as

empresas não participam do referido segmento e valor 1, quando participam. Nesse caso, se a empresa pertence ao mercado Tradicional é atribuído a ela o valor 1 e nos demais níveis de governança 0; caso ela pertença ao Nível 1 é atribuído valor 1 para esse nível e 0 para o restante e, assim, sucessivamente. Esse procedimento buscou analisar se empresas que participam de determinado nível de Governança possuem maior ou menor assimetria.

- b) **Tempo** –representa o tempo de abertura de capital da empresa (em anos) no intuito de saber se o tempo de abertura de capital da empresa influencia no nível de assimetria informacional na negociação de ações e na qualidade das informações contábeis.

3.3.3 Modelo de regressão

O modelo utilizado para relacionar a PIN com as práticas de governança corporativa, foi o Tobit. Segundo Martins (2012) esse modelo é considerado como um modelo híbrido entre a regressão linear multivariada e um modelo Probit. Amemiya (1984) explica que a base do modelo Tobit é similar à regressão pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), entretanto assume uma distribuição normal truncada ou censurada, isso faz com que se torne um eficiente método para estimar a relação entre uma variável dependente truncada ou censurada e outras variáveis explicativas. Para relacionar a Qualidade da Informação Contábil e as práticas de Governança Corporativa foi utilizado o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

Neste sentido o modelo final utilizado para relacionar a PIN e as características intrínsecas da governança corporativa segue relatado:

$$PIN_t = \beta_1 + \beta_2PT1_t + \beta_3PT2_t + \beta_4PT3_t + \beta_5PT4_t + \beta_6PT5_t + \beta_7PT6_t + \beta_8PT7_t + \beta_9PT8_t + \beta_{10}PT9_t + \beta_{11}PT10_t + \beta_{12}PT11_t + \beta_{13}PT12_t + \beta_{14}PT13_t + \beta_{15}PT14_t + \beta_{16}PT15_t + \beta_{17}PT16_t + \beta_{18}NI_t + \beta_{19}N2_t + \beta_{20}NM_t + \beta_{21}Tempo + \varepsilon_t \quad (7)$$

Onde, PIN_t é a medida do nível de assimetria informacional, $\beta_{1,...,n}$ são os parâmetros estimados, $PT1_t$ é existência exclusivamente de ações ordinárias; $PT2_t$ é o *free float* mínimo de 25%; $PT3_t$ é a existência de regras para distribuição pública de ações; $PT4_t$ Limitação de voto inferior a 5% do capital; $PT5_t$ é a existência de quórum qualificado; $PT6_t$ é a existência de cláusula pétrea para dissolução da OPA; $PT7_t$ é a composição do conselho de

administração; $PT8_t$ é a existência de vedação à acumulação de cargos; $PT9_t$ representa a tradução das demonstrações contábeis; $PT10_t$ é a exigência da reunião pública anual; $PT11_t$ é a exigência de uma calendário de eventos corporativos; $PT12_t$ é a existência da política de negociação de valores mobiliários; $PT13_t$ é a existência de um código de conduta; $PT14_t$ Tag Along de 100% para ações ON; $PT15_t$ OPA no mínimo pelo valor econômico; $PT16_t$ é a exigência de adesão a câmara de arbitragem; N1 identifica as empresas do Nível 1; N2 identifica as empresas do Nível 2; NM identifica as empresas do Novo Mercado; Tempo, representa o tempo de abertura de capital das empresas em análise e ε_t é o termo do erro.

Para relacionar a qualidade das informações contábeis com as características intrínsecas da governança corporativa, o modelo final segue relatado abaixo:

$$QIC_t = \beta_1 + \beta_2 PT1_t + \beta_3 PT2_t + \beta_4 PT3_t + \beta_5 PT4_t + \beta_6 PT5_t + \beta_7 PT6_t + \beta_8 PT7_t + \beta_9 PT8_t + \beta_{10} PT9_t + \beta_{11} PT10_t + \beta_{12} PT11_t + \beta_{13} PT12_t + \beta_{14} PT13_t + \beta_{15} PT14_t + \beta_{16} PT15_t + \beta_{17} PT16_t + \beta_{18} NI_t + \beta_{19} N2_t + \beta_{20} NM_t + \beta_{21} Tempo + \varepsilon_t \quad (8)$$

Onde, QIC_t é a medida da Qualidade da Informação Contábil (Persistência dos Resultados, Nível de Conservadorismo e Gerenciamento de Resultados), $\beta_{1,...,n}$ são os parâmetros estimados; $PT1_t$ é existência exclusivamente de ações ordinárias; $PT2_t$ é o *free float* mínimo de 25%; $PT3_t$ é a existência de regras para distribuição pública de ações; $PT4_t$ Limitação de voto inferior a 5% do capital; $PT5_t$ é a existência de quórum qualificado; $PT6_t$ é a existência de cláusula pétreia para dissolu o da OPA; $PT7_t$ é a composi o do conselho de administra o; $PT8_t$ é a existência de vedac o   acumula o de cargos; $PT9_t$ representa a tradu o das demonstra es contábeis; $PT10_t$   a exigência da reunião pública anual; $PT11_t$   a exigência de uma calendário de eventos corporativos; $PT12_t$   a existência da política de negocia o de valores mobiliários; $PT13_t$   a existência de um código de conduta; $PT14_t$ Tag Along de 100% para a es ON; $PT15_t$ OPA no mínimo pelo valor econômico; $PT16_t$   a exigência de adesão a câmara de arbitragem; N1 identifica as empresas do Nível 1; N2 identifica as empresas do Nível 2; NM identifica as empresas do Novo Mercado; Tempo, representa o tempo de abertura de capital das empresas em análise e ε_t   o termo do erro.

As relações esperadas entre a assimetria informacional, a qualidade das informações contábeis e as práticas de governança corporativa encontra-se no quadro a seguir:

Quadro 4: Relações esperadas entre as variáveis em estudo:

Práticas de Governança	PIN	Persistência	Conservadorismo	Gerenciamento
Existência exclusivamente e ações ordinárias	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
<i>Free float</i> mínimode 25%	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Existência de regras para distribuição pública de ações	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Limitação de voto inferior a 5% do capital	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Quórum Qualificado	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Existência de cláusula pétrea para dissolução da OPA	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Composição do Conselho de Administração	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Existência de vedação à acumulação de cargos	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Tradução das demonstrações contábeis	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Reunião Pública Anual	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Calendário de eventos corporativos	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Política de negociação de valores mobiliários	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Código de Conduta	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
<i>Tag Along</i> de 100% para ações ON	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
OPA no mínimo pelo valor econômico	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa

Fonte: Própria

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A pesquisa de Martins (2012) entre outros objetivos analisou a existência ou não da assimetria de informação na negociação da ação trimestralmente no biênio de 2010/2011, a presente pesquisa ampliou a amostra para ano de 2012 e analisou anualmente como se comportou a PIN nos diferentes segmentos de governança. Após analisar o comportamento da PIN, buscou-se analisar a relação entre as práticas de governança corporativa elencadas pela BM&FBovespa e a assimetria informacional. Por fim buscou-se analisar a relação existente entre a qualidade da informação contábil e as práticas de governança corporativa.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

4.1.1 Práticas de Governança Corporativa

Inicialmente, foram analisadas, somente, as ações que apresentaram informações simultaneamente da PIN e das práticas de governança corporativa ano a ano. Neste sentido, a amostra desta pesquisa foi composta por 142 ações no ano de 2010, 152 no ano de 2011 e 89 no ano de 2012, representando 383 observações (67,1%) do total de 571 ações.

No primeiro momento, foram levantadas as práticas de governança corporativa entre as firmas que compõem a amostra desta pesquisa, descritas na Tabela 2.

Tabela 2 – Práticas de Governança Corporativa seguida pelas empresas 2010-2012.

Prática	Código	N	%
Reunião pública annual	PT10	172	90,2%
Código de conduta	PT13	170	89,0%
Calendário de eventos corporativos	PT11	169	88,8%
Política de negociação de valores mobiliários	PT12	168	87,9%
Tradução das demonstrações contábeis	PT9	165	86,5%
<i>Free float</i> mínimo de 25%	PT2	160	83,6%
Existência de vedação à acumulação de cargos	PT8	155	80,8%
Quórum qualificado	PT5	147	77,3%
Composição do Conselho de Administração	PT7	140	73,1%
<i>Tag Along</i> de 100% para ações ON	PT14	131	68,7%
Adesão à Câmara de Arbitragem do mercado	PT16	132	69,1%

OPA no mínimo pelo valor econômico	PT15	129	67,5%
Existência de regras para distribuição pública de ações	PT3	134	69,9%
Limitação de voto inferior a 5% do capital	PT4	113	58,9%
Existência exclusivamente de ações ordinárias	PT1	102	53,6%
Existência de cláusula pétrea para dissolução da OPA	PT6	77	40,1%

Fonte: própria.

Observa-se que, a prática de governança corporativa mais comum entre as empresas analisadas nesta pesquisa é a reunião pública anual (PT10), ocorrendo em 90,2% das empresas pesquisadas.

Em seguida, aparece a divulgação do código de conduta (PT13), com 89,0%; a divulgação do calendário de eventos corporativos (PT11), com 88,8%; a divulgação de política de negociação de valores mobiliários (PT12), com 87,9% e a tradução das demonstrações contábeis da empresa para a língua inglesa, com 86,5% (PT9). A prática de *free float* mínimo de 25,0% (PT2) aparece como a 6ª prática mais comum às empresas investigadas, seguida por 83,6% das firmas.

Depois aparecem a existência de vedação à acumulação de cargos (PT8), com 80,8%; a de Quórum qualificado (PT5), com 77,3%; ter um *tag along* de 100% para ações ordinárias (PT14), com 76,9%; ter no mínimo 5 membros no conselho de administração, sendo pelo menos 20,0% membros independentes (PT7) e aderir à Câmara de Arbitragem do mercado (PT16), com 68,7% e 69,1% respectivamente; possuir regras para distribuição pública de ações (PT3) e oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico em caso de fechamento de capital ou saída do segmento (PT15), com 69,9% e 67,5%, respectivamente; e a limitação de voto inferior a 5,0% do capital (PT4), com 58,9%.

As práticas menos seguidas pelas empresas investigadas foi existência exclusivamente de ações ordinárias (PT1), 53,6%, isto ocorre devido que o mercado de capitais brasileiro possui um alto índice de emissão de ações preferenciais, sem direito de voto (DENARDIN, 2007) e a existência de cláusula pétrea para dissolução da oferta pública de aquisição de ações (PT6), com 40,1%, isto é, seguida por menos da metade das firmas.

Com base nos dados apresentados, pode-se destacar que, as práticas de governança corporativa mais frequentes são aquelas relacionadas com a publicidade da gestão da firma, apesar de que algumas delas possam gerar elevado custo.

Por outro lado, as práticas menos comuns são ligadas a questões societárias, o que pode conduzir a uma interpretação de que os gestores e/ou acionistas têm grande preocupação

na manutenção do controle da companhia.

4.1.2 Proxy para Assimetria de Informação (PIN)

A probabilidade de negociação com informação privilegiada apresentou no triênio (2010, 2011 e 2012), uma média de 20,65%. Essa estimativa é menor do que a encontrada nos estudos de Martins (2012), que apresentou uma PIN média de 24,9% das operações no mercado brasileiro; porém é maior do que os estudos de Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002), a qual foi de 19,1% no mercado norte-americano.

Outros estudos que também estimaram a PIN encontraram valores diferentes desses apresentados, Bopp (2003) apurou uma PIN de 23,9% quando estudou ADR's de empresas brasileiras negociadas na NYSE. Esse percentual mudou na pesquisa de Barbedo, Silva e Leal (2009) a qual encontraram uma PIN média de 12,5%.

Cabe ressaltar que, essas diferenças nas estimativas podem estar relacionadas com a periodicidade distinta das pesquisas, bem como a composição da amostra. Em termos de comparação a pesquisa toma como base a proposta de Martins (2012), tendo em vista que ambas analisaram praticamente as mesmas empresas, diferenciado no que diz respeito ao período analisado.

De acordo com os dados a maior PIN encontrada durante o triênio, foi em 2010 (45,67%) em uma empresa do Nível 2 de Governança Corporativa, o que não era esperado, pois este segmento tem um dos níveis de exigências mais elevados de Governança elencados pela BM&FBovespa. A menor PIN (0,01%) foi encontrada também em 2010 em uma empresa do Nível 1 de Governança.

Tabela 3 – Estatística descritiva da PIN do triênio (em %).

	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Triênio	20,649	20,803	0,012	45,678	6,802

Fonte: própria.

Analisando cada ano separadamente, encontrou-se que a PIN média em 2010 foi de 20,87%, em 2011 foi de 19,60% e em 2012 de 22,12%. Como já discutido anteriormente no ano de 2010, a maior PIN pertence a uma empresa elencada no Nível 2 de Governança Corporativa e a menor PIN de 2010 encontra-se em uma empresa do Nível 1.

Em 2011 identificou-se que a maior PIN média (42,36%) pertenceu a empresa

elencada no Mercado Tradicional, o qual não possui regras de Governança Corporativa, já a menor PIN média (0,17%) foi encontrada no Nível 1, apontando que dos três anos esse nível apresentou em dois anos a menor assimetria média.

Quando se trata do ano de 2012 a maior PIN média (44,23%) encontra-se com uma empresa do Novo mercado, fato este que contradiz a literatura e os objetivos dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, maior nível de Governança, conseqüentemente, e que deveria ter a menor assimetria informacional entre os segmentos. A menor PIN média (9,1%) encontra-se no Nível 2, considerado o segundo nível mais rígido de práticas de Governança da BM&FBovespa.

Tabela 4 – Estatística descritiva da PIN por ano.

	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
2010	20,869	20,545	0,012	45,678	6,802
2011	19,599	20,157	0,171	42,362	6,168
2012	22,121	22,179	9,111	44,233	7,872

Fonte: própria.

Analisou-se também o comportamento da PIN por níveis de Governança Corporativa. Nesse caso encontrou-se a maior PIN média no Mercado Tradicional (21,33%), seguindo Novo Mercado (21,12%), Nível 2 (20,28%) e Nível 1 (19,26%). Assim como em Martins (2012), esses resultados vão de encontro com a literatura, com exceção do Mercado Tradicional, uma vez que esperava-se a maior PIN para este segmento. Focando nos níveis diferenciados de governança corporativa, observa-se que ocorreu uma inversão, quanto mais exigente o nível de governança, maior foi a PIN média encontrada. Quando a análise é segregada tanto pelo segmento, quanto pelo ano, aparecem diferenças pequenas, entretanto destaca-se que no ano de 2012 o segmento que apresenta maior PIN média é o segmento do Novo Mercado.

Em estudo realizado por Martins (2012), essa ordem se deu da seguinte forma: Nível 1 (25,6%), Mercado Tradicional (25,0%), Novo Mercado (24,5%), e Nível 2 (24,4%), divergindo parcialmente do presente estudo. Observa-se que em ambos estudos não encontram evidências de que o maior nível de exigências das práticas de governança corporativa conduz a uma menor assimetria de informação.

Essas divergências entre os resultados apresentados no trabalho de Martins (2012) e no presente estudo, geram o questionamento se as todas práticas de governança corporativa

exigidas em cada nível diferenciado são realmente eficazes. Esse ponto torna-se de grande relevância, pois algumas práticas de governança geram gastos de recursos financeiros, profissionais e/ou tecnológicos, mas que não agregam para o sistema de governança da firma.

Tabela 5 – PIN média por segmento.

Segmento	Triênio	2010	2011	2012
Mercado Tradicional	21,33	21,36	20,74	22,62
Nível 1	19,26	19,36	18,56	20,22
Nível 2	20,28	22,01	19,52	17,30
Novo Mercado	21,12	21,14	19,69	23,39

Fonte: própria.

4.1.3 Relações entre a PIN e as práticas de Governança Corporativa

Para analisar a relação entre assimetria de informação e as práticas de governança corporativa foi utilizado o modelo de regressão TOBIT. Ressalta-se que o modelo TOBIT é estimado por máxima verossimilhança, sendo que para atender os pressupostos de homocedasticidade e normalidade dos resíduos foram estimados de forma robusta com correção de White.

O modelo foi analisado de três formas, a fim de saber qual melhor representa a relação entre as variáveis. O primeiro modelo foi analisado de forma completa (Tabela 6), ou seja, com a inclusão de todas as variáveis explicativas; no segundo modelo (Tabela 7) foram retiradas as variáveis que identificam em que segmento do mercado acionário brasileiro (Tradicional, Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) a empresa está enquadrada; e, por fim, o terceiro modelo foi analisado apenas com as práticas obrigatórias de Governança Corporativa elencadas pela BM&FBovespa.

No primeiro modelo apenas a prática de Divulgação do Código de Conduta, a prática 13, apresentou significância estatística (10%) e possui uma relação positiva com a assimetria de informação, isso quer dizer que mesmo que as empresas divulguem seu código de conduta, tal fato não inibe que ocorra assimetria de informação nas negociações da empresa. Esse resultado é diferente do esperado conforme a literatura corrente sobre o tema.

Tabela 6 – Modelo Completo

Variáveis Dependentes	Coefficiente	Estatística z	Significância
PT1	-0.012777	-0.559121	0.5761
PT2	-0.000231	-0.018063	0.9856
PT3	-0.010639	-0.926521	0.3542
PT4	0.017127	1.485691	0.1374
PT5	0.003255	0.275077	0.7833
PT6	-0.011693	-1.498918	0.1339
PT7	-0.002220	-0.210936	0.8329
PT8	-0.009042	-0.884845	0.3762
PT9	-0.000749	-0.051560	0.9589
PT10	-0.022310	-1.293686	0.1958
PT11	0.008917	0.434717	0.6638
PT12	0.015030	0.970474	0.3318
PT13	0.023578	1.688216	0.0914***
PT14	-0.009153	-0.787327	0.4311
PT15	0.009469	0.800518	0.4234
PT16	-0.007575	-0.428974	0.6679
N1	-0.009522	-0.339296	0.7344
N2	0.005790	0.157977	0.8745
NM	0.026132	0.500398	0.6168
Tempo	0.000131	0.774204	0.4388
Constante	0.188177	6.517082	0.0000***

Legenda: PT1 = Existência exclusivamente e ações ordinárias; PT2 = *Free float* mínimo de 25%; PT3 = Existência de regras para distribuição pública de ações; PT4 = Limitação de voto inferior a 5% do capital; PT5 = Quórum Qualificado; PT6 = Existência de cláusula pética para dissolução da OPA; PT7 = Composição do Conselho de Administração; PT8 = Existência de vedação à acumulação de cargos; PT9 = Tradução das demonstrações contábeis; PT10 = Reunião Pública Anual; PT11 = Calendário de eventos corporativos; PT12 = Política de negociação de valores mobiliários; PT13 = Divulgação adicional sobre o Código de Conduta; PT14 = *Tag Along* de 100% para ações ON; PT15 = OPA no mínimo pelo valor econômico; PT16 = Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado; N1 é o segmento do Nível 1, N2 é o segmento do Nível 2, NM é o segmento do Novo Mercado e Tempo é o tempo de abertura de capital da empresa. *Significante a 1%, **significante a 5% e ***significante a 10%

Fonte: própria

Ao retirar as variáveis que representam os segmentos diferenciados da BM&FBovespa (Nível 1, Nível2 e Novo Mercado), aumenta o número de variáveis significativas estatisticamente no modelo, apesar que, apenas ao nível de 10%. A prática, de Limitação de voto inferior a 5% do capital (PT4) apresentou uma relação positiva, com o nível de assimetria de informação, indicando que mesmo com a existência de regras para vedações a disposição estatutária limitando o voto para que este seja inferior a 5% do capital, essa prática não consegue inibir com as negociações privilegiadas. O mesmo ocorre com a prática

Divulgação adicional sobre o Código de Conduta (PT13), o qual se comportou da mesma forma que o modelo anterior.

Quanto à Obrigatoriedade da reunião pública anual (PT10), esta prática se comportou com relação inversa ao nível de assimetria informacional, e, portanto, confirma o que é esperado.

Tabela 7 – Modelo sem as variáveis dos segmentos da BM&FBovespa.

Variáveis Dependentes	Coefficiente	Estatística z	Significância
PT1	0.008455	0.965103	0.3345
PT2	0.002790	0.226453	0.8208
PT3	-0.012079	-1.048535	0.2944
PT4	0.018970	1.658991	0.0971***
PT5	0.003165	0.275460	0.7830
PT6	-0.012443	-1.618961	0.1055
PT7	-0.003808	-0.372242	0.7097
PT8	-0.008201	-0.841302	0.4002
PT9	-0.001304	-0.091645	0.9270
PT10	-0.028215	-1.718364	0.0857***
PT11	0.010264	0.566843	0.5708
PT12	0.013962	0.912089	0.3617
PT13	0.023268	1.758837	0.0786***
PT14	-0.007862	-0.646988	0.5176
PT15	0.013271	1.215214	0.2243
PT16	-0.002428	-0.166094	0.8681
Tempo	3.57E-05	0.201577	0.8402
Constante	0.187995	6.768021	0.0000***

Legenda: PT1 = Existência exclusivamente e ações ordinárias; PT2 = *Free float* mínimode 25%; PT3 = Existência de regras para distribuição pública de ações; PT4 = Limitação de voto inferior a 5% do capital; PT5 = Quórum Qualificado; PT6 = Existência de cláusula pétrea para dissolução da OPA; PT7 = Composição do Conselho de Administração; PT8 = Existência de vedação à acumulação de cargos; PT9 = Tradução das demonstrações contábeis; PT10 = Reunião Pública Anual; PT11 = Calendário de eventos corporativos; PT12 = Política de negociação de valores mobiliários; PT13 = Divulgação adicional sobre o Código de Conduta; PT14 = *Tag Along* de 100% para ações ON; PT15 = OPA no mínimo pelo valor econômico; PT16 = Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado; Tempo = tempo de abertura de capital da empresa. *Significante a 1%, **significante a 5% e ***significante a 10%

Fonte: própria

A variável Tempo não apresentou grau de significância estatística em nenhuma das estimações de modelo, levando a inferir que o tempo de abertura de capital da empresa não influencia o nível de assimetria informacional. Após a exclusão da variável Tempo, o modelo se comportou da mesma forma que a estimação do modelo anterior (modelo 2),

permanecendo com as mesmas variáveis significativas, ao mesmo nível de significância (10%).

Entretanto a prática que trata da Existência de cláusula pétrea para dissolução OPA (PT6) tornou-se significativa também ao nível de 10%. A existência de cláusula pétrea, à cláusula no estatuto social que obriga o acionista que venha a votar pela dissolução da oferta pública de aquisição de ações obrigatórias (OPA), a fazer a mesma OPA, neste sentido de acordo com os resultados, a existência dessa prática, contribui para redução de negociações com informações privilegiadas, uma vez que a mesma possui uma relação inversa com a *proxy* para assimetria de informação.

Tabela 8 – Modelo com apenas as práticas Obrigatórias de Governança Corporativa

Variáveis Dependentes	Coefficiente	Estatística z	Significância
PT1	0.008241	0.940165	0.3471
PT2	0.002606	0.212810	0.8315
PT3	-0.012017	-1.041072	0.2978
PT4	0.018994	1.663829	0.0961***
PT5	0.002833	0.249659	0.8029
PT6	-0.012650	-1.663359	0.0962***
PT7	-0.003703	-0.363943	0.7159
PT8	-0.008037	-0.820834	0.4117
PT9	-0.001165	-0.081923	0.9347
PT10	-0.028495	-1.751636	0.0798***
PT11	0.010551	0.585521	0.5582
PT12	0.013806	0.905563	0.3652
PT13	0.023595	1.819257	0.0689***
PT14	-0.007840	-0.645841	0.5184
PT15	0.012947	1.191236	0.2336
PT16	-0.002579	-0.179077	0.8579
Constante	0.189137	7.131639	0.0000***

Legenda: PT1 = Existência exclusivamente e ações ordinárias; PT2 = *Free float* mínimode 25%; PT3 = Existência de regras para distribuição pública de ações; PT4 = Limitação de voto inferior a 5% do capital; PT5 = Quórum Qualificado; PT6 = Existência de cláusula pétrea para dissolução da OPA; PT7 = Composição do Conselho de Administração; PT8 = Existência de vedação à acumulação de cargos; PT9 = Tradução das demonstrações contábeis; PT10 = Reunião Pública Anual; PT11 = Calendário de eventos corporativos; PT12 = Política de negociação de valores mobiliários; PT13 = Divulgação adicional sobre o Código de Conduta; PT14 = *Tag Along* de 100% para ações ON; PT15 = OPA no mínimo pelo valor econômico; PT16 = Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado. *Significante a 1%, **significante a 5% e ***significante a 10%

Fonte: própria

Portanto, verifica-se que apenas 4 práticas de Governança Corporativa apresentaram

significância estatística em pelo menos um dos modelos, as quais foram: Limitação de voto inferior a 5% do capital (PT4), Existência de cláusula pétrea para dissolução da OPA (PT6), Reunião Pública Anual (PT10) e Divulgação adicional sobre o Código de Conduta (PT13). De acordo com a literatura as práticas Existência de cláusula pétrea para dissolução da OPA (PT6) e Reunião Pública Anual (PT10) apresentaram relação esperada (negativa), indicando que elas contribuem para redução da assimetria. Destaca-se que apenas 40,1% das empresas analisadas adotam a prática Limitação de voto inferior a 5% do capital (PT4). E por sua vez as práticas 4 e 13 apresentaram resultados contrários da literatura, uma vez que possuem relação positiva com a PIN.

4.2 ANÁLISE DA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Para analisar a relação entre a Qualidade da Informação Contábil (QIC) e as práticas de Governança Corporativa foi utilizado o modelo de mínimos quadrados ordinários (MQO), sendo que, para atender os pressupostos de homocedasticidade e normalidade dos resíduos, os modelos foram estimados de forma robusta com correção de HCA. A análise foi realizada separadamente em cada dimensão da QIC, buscou-se verificar se as práticas de Governança Corporativa influencia a QIC, nas dimensões Persistência de Resultados, Nível de Conservadorismo e Gerenciamento de Resultados.

4.2.1 Relação entre Persistência de Resultados e Governança Corporativa

Paulo, Cavalcante e Melo (2012) afirmam que estudos sobre a persistência dos resultados contábeis são motivados pelo pressuposto de que a persistência fornece informação útil para a avaliação de ações e de outros títulos no mercado de capitais. Como os resultados contábeis mais persistentes indicam menor risco, infere-se que melhores práticas de Governança Corporativa contribuem para resultados mais persistentes, uma vez que um dos objetivos da Governança Corporativa é a redução do risco nas negociações de ações.

Ao analisar a relação entre a persistência de resultados e as práticas de Governança Corporativa apenas 4 das 16 práticas analisadas apresentaram-se significante (Tabela 9). A prática da Existência exclusivamente e ações ordinárias (PT1), de acordo com o modelo analisado, possui relação positiva com a persistência dos resultados, ao nível de significância estatística de 1%, indicando que a adoção dessa prática contribui para a melhoria da qualidade

da informação contábil.

O mesmo acontece com as práticas referentes a Composição do Conselho de Administração (PT7) e Reunião Pública Anual (PT10), apresentam significância de 1% e 10%, respectivamente, indicando que o fato da composição do Conselho de Administração de, no mínimo 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos, afeta negativamente para persistência dos resultados. Entretanto, a literatura ressalta que, quando o Conselho de Administração é composto por 5 membros com mandato unificado, a utilização do voto múltiplo torna-se mais eficaz. O objetivo do mandato de até 2 anos, mais curto do que os 3 anos previsto na regulamentação, é possibilitar que os acionistas possam, mais rapidamente, trocar um conselheiro caso avaliem necessário.

A última prática significativa no modelo, Política de negociação de valores mobiliários (PT12), com uma significância de 5% possui relação positiva com a persistência dos resultados, indicando que, quando as empresas divulgam adicionalmente informações sobre a política de negociação de valores mobiliários, contribui para a persistência dos resultados.

Tabela 9 – Persistência de Resultados e Governança Corporativa

Variáveis Independentes	Coefficiente	Estatística t	Significância
LO _{t-1}	0.009377	2.871562	0.0043*
PT1	0.040297	2.653005	0.0082*
PT2	-0.000564	-0.012198	0.9903
PT3	-0.037228	-1.392591	0.1644
PT4	0.000592	0.025614	0.9796
PT5	0.004721	0.194484	0.8459
PT6	-0.049029	-0.730518	0.4654
PT7	-0.114967	-4.855941	0.0000*
PT8	0.111308	0.868631	0.3855
PT9	0.017272	0.778413	0.4367
PT10	-0.070985	-1.660063	0.0976***
PT11	0.046803	1.040133	0.2988
PT12	0.087504	2.213752	0.0273**
PT13	-0.035933	-1.170162	0.2425
PT14	0.013839	0.725266	0.4686
PT15	-0.003894	-0.193227	0.8469
PT16	0.018672	0.790127	0.4298
Constante	0.007543	0.179206	0.8579
R ²			0.026941
R ² Ajustado			-0.007450

Prob(F-statistic)	0.713144
Legenda: LO_{t-1} = Lucro operacional do período t-1 ponderado pela ativo total em t-2; PT1 = Existência exclusivamente e ações ordinárias; PT2 = <i>Free float</i> mínimode 25%; PT3 = Existência de regras para distribuição pública de ações; PT4 = Limitação de voto inferior a 5% do capital; PT5 = Quórum Qualificado; PT6 = Existência de cláusula pétrea para dissolução da OPA; PT7 = Composição do Conselho de Administração; PT8 = Existência de vedação à acumulação de cargos; PT9 = Tradução das demonstrações contábeis; PT10 = Reunião Pública Anual; PT11 = Calendário de eventos corporativos; PT12 = Política de negociação de valores mobiliários; PT13 = Divulgação adicional sobre o Código de Conduta; PT14 = <i>Tag Along</i> de 100% para ações ON; PT15 = OPA no mínimo pelo valor econômico; PT16 = Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado; *Significante a 1%, **significante a 5% e ***significante a 10%	
Fonte: própria	

Sendo assim, de acordo com as estimações apresentadas na Tabela 9, as práticas que contribuem para uma melhoria na qualidade da informação, são as práticas Existência exclusivamente e ações ordinárias (PT1) e Política de negociação de valores mobiliários (PT12), indicando que adoção das mesmas implica numa melhoria na informação contábil, que consequentemente afetam positivamente a persistência de resultados. Entretanto, cabe ressaltar que, o poder de explicação do modelo (R^2) é baixo (0,026941), o que limitam as inferências sobre os achados nesta análise.

4.2.2 Relação entre Nível de Conservadorismo e Governança Corporativa

Para analisar a relação entre e o nível de conservadorismo das empresas e as práticas de Governança Corporativa, dividiu-se análise em dois modelos, um composto pelas práticas elencadas pela BM&FBovespa e os segmentos do mercado acionário, e o outro modelo apenas com as práticas de Governança Corporativa.

Dechow, Ge e Schrand (2010) sugerem que números mais conservadores representam melhor qualidade dos resultados, portanto, a prática conservadora da Contabilidade pode minimizar o comportamento oportunista dos administradores sobre os números contábeis, por meio da exigência assimétrica da verificabilidade, uma vez que as práticas contábeis são mais exigentes com o nível de verificação das boas notícias do que das más notícias (PAULO; MARTINS, 2007).

As práticas que apresentaram significância estatística 1% foram às práticas Política de negociação de valores mobiliários (PT12) e a Divulgação do código de conduta PT13), possuindo relação positiva com a variável dependente. As práticas Reunião pública anual (PT10), Divulgação de calendário de eventos corporativos (PT11) e Adesão a câmara de arbitragem do mercado (PT16) apresentaram significância estatística de 5% e relação positiva com o nível de conservadorismo.

A prática Limitação de voto inferior a 5% do capital (PT4) teve nível de significância estatística a 10% e relação negativa com o nível de conservadorismo das empresas que fazem parte da amostra analisada.

Outro ponto que merece destaque é a análise pelo segmento do mercado, percebe-se que quanto mais rígido o segmento do mercado acionário brasileiro, maior é o seu nível de conservadorismo, conseqüentemente maior a qualidade da informação contábil. Quanto ao R^2 , o modelo apresenta um R^2 ajustado de 0.235128.

Tabela 10 - Modelo Completo

Variáveis Independentes	Coefficiente	Estatística t	Significância
DR	-0.067326	-0.756596	0.4497
Ret	-0.117932	-0.803801	0.4220
Ret*DRet	0.255832	1.134121	0.2574
PT1	-0.009845	-0.511798	0.6091
PT2	-0.003847	-0.035396	0.9718
PT3	0.011584	0.159511	0.8733
PT4	-0.185403	-1.790238	0.0742***
PT5	-0.021419	-0.286724	0.7745
PT6	0.097179	1.684404	0.0929***
PT7	0.098747	1.391485	0.1649
PT8	-0.106777	-1.413205	0.1584
PT9	0.087692	0.707299	0.4798
PT10	0.355285	1.956935	0.0511**
PT11	0.183175	1.800796	0.0725***
PT12	0.435223	2.472692	0.0138*
PT13	0.278022	2.532152	0.0117*
PT14	0.156756	2.265085	0.0241**
PT15	-0.097111	-1.152542	0.2498
PT16	-0.100155	-1.632281	0.1034
N1	0.172531	2.168643	0.0307**
N2	0.078902	0.956265	0.3395
NM	0.182752	1.961956	0.0505**
C	-1.099083	-3.548555	0.0004*
R^2			0.277416
R^2 Ajustado			0.235128
Prob(F-statistic)			0.000000

Legenda: DR = *dummy* para indicar se o retorno foi negativo, Ret = retorno da ação no período; PT1 = Existência exclusivamente e ações ordinárias; PT2 = *Free float* mínimode 25%; PT3 = Existência de regras para distribuição pública de ações; PT4 = Limitação de voto inferior a 5% do capital; PT5 = Quórum Qualificado; PT6 = Existência de cláusula pétreia para dissolução da OPA; PT7 = Composição do Conselho

de Administração; PT8 = Existência de vedação à acumulação de cargos; PT9 = Tradução das demonstrações contábeis; PT10 = Reunião Pública Anual; PT11 = Calendário de eventos corporativos; PT12 = Política de negociação de valores mobiliários; PT13 = Divulgação adicional sobre o Código de Conduta; PT14 = *Tag Along* de 100% para ações ON; PT15 = OPA no mínimo pelo valor econômico; PT16 = Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado; N1 é o segmento do Nível 1, N2 é o segmento do Nível 2, NM é o segmento do Novo Mercado e Tempo é o tempo de abertura de capital da empresa. *Significante a 1%, **significante a 5% e ***significante a 10%

Fonte: própria

Ao retirar as variáveis que representam os segmentos do mercado acionário da BM&FBovespa, o modelo sofre pequenas mudanças, as práticas já comentadas anteriormente apresentam os mesmos resultados, com exceção da prática *Tag Along* de 100% para ações ON (PT14) que perde a significância estatística e acrescenta-se a prática Adesão a Câmara de Arbitragem do Mercado (PT16), a uma significância estatística de 5% e uma relação positiva, indicando que a adesão a câmara de arbitragem do mercado influencia positivamente o nível de conservadorismo e, conseqüentemente aumenta a qualidade da informação contábil. O presente modelo apresentou um R^2 ajustado (0.233029), semelhante ao anterior.

Tabela 11 - Retirando as variáveis do segmento de governança

Variáveis Independentes	Coefficiente	Estatística t	Significância
DR	-0.079812	-0.867045	0.3864
Ret	-0.108894	-0.769734	0.4419
Ret*DRet	0.220054	1.082708	0.2796
PT1	0.009894	0.601145	0.5481
PT2	0.002915	0.036932	0.9706
PT3	0.012355	0.173650	0.8622
PT4	-0.166452	-1.654195	0.0989***
PT5	-0.043425	-0.610705	0.5417
PT6	0.051191	1.087645	0.2774
PT7	0.095014	1.359225	0.1748
PT8	-0.081625	-1.224621	0.2214
PT9	0.064881	0.566642	0.5713
PT10	0.373596	2.105082	0.0359**
PT11	0.225455	2.122296	0.0344**
PT12	0.449861	2.598837	0.0097*
PT13	0.279429	2.520686	0.0121*
PT14	0.205122	2.387821	0.0174
PT15	-0.116435	-1.603537	0.1096
PT16	-0.115725	-2.011406	0.0450**
C	-1.056350	-3.412764	0.0007*

R ²	0.268059
R ² Ajustado	0.233029
Prob(F-statistic)	0.000000

Legenda: DR = *dummy* para indicar se o retorno foi negativo, Ret = retorno da ação no período; PT1 = Existência exclusivamente e ações ordinárias; PT2 = *Free float* mínimode 25%; PT3 = Existência de regras para distribuição pública de ações; PT4 = Limitação de voto inferior a 5% do capital; PT5 = Quórum Qualificado; PT6 = Existência de cláusula pética para dissolução da OPA; PT7 = Composição do Conselho de Administração; PT8 = Existência de vedação à acumulação de cargos; PT9 = Tradução das demonstrações contábeis; PT10 = Reunião Pública Anual; PT11 = Calendário de eventos corporativos; PT12 = Política de negociação de valores mobiliários; PT13 = Divulgação adicional sobre o Código de Conduta; PT14 = *Tag Along* de 100% para ações ON; PT15 = OPA no mínimo pelo valor econômico; PT16 = Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado; N1 é o segmento do Nível 1, N2 é o segmento do Nível 2, NM é o segmento do Novo Mercado e Tempo é o tempo de abertura de capital da empresa. *Significante a 1%, **significante a 5% e ***significante a 10%

Fonte: própria

As demais práticas não influenciam o nível de conservadorismo das empresas, não apresentando significância estatística na amostra analisada. Comparando os dois modelos, o que mais apresentou mais variáveis significantes foi o modelo completo (Tabela 10)

4.2.3 Relação entre Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa

Para analisar a relação entre o gerenciamento de resultados das empresas e as práticas de Governança Corporativa, dividiu-se análise em dois modelos, um composto pelas práticas elencadas pela BM&FBovespa e os segmentos do mercado acionário, e o outro modelo apenas com as práticas de Governança Corporativa.

Buscando maximizar a captação de recursos os administradores podem agir discricionariamente (TEOH; WELCH; WONG, 1998; ROOSENBOOM; GOOT; MERTENS, 2003; DARROUGH; RANGAN, 2005), podendo gerenciar resultados para benefício próprio, afetando assim a qualidade da informação contábil. Neste sentido, para esta dimensão espera-se uma relação negativa.

Conforme pode ser observado na Tabela 12, nenhuma variável incluída no modelo não explica significativamente o comportamento dos *accruals*. Assim, esse resultado sugere que nenhuma prática de governança corporativa afeta o gerenciamento de resultados.

Tabela 12 - Modelo Completo

Variáveis Independentes	Coefficiente	Estatística t	Significância
ATIVOANT	1178.345	22.21435	0.0000*
ΔR	2.20E-05	5.339630	0.0000*
PPE	-6.44E-05	-0.855498	0.3928
FCOT	0.429986	4.572873	0.0000*
FCOTANT	-0.345217	-3.835433	0.0001*
TAANT	0.000149	1.761415	0.0789***
PT1	-0.008399	-0.671007	0.5026
PT2	0.031698	1.456985	0.1459
PT3	0.007416	0.314451	0.7533
PT4	-0.004902	-0.227771	0.8199
PT5	-0.007777	-0.270126	0.7872
PT6	0.030811	1.541129	0.1240
PT7	-0.002370	-0.100350	0.9201
PT8	0.029596	1.233800	0.2180
PT9	-0.021670	-0.764298	0.4451
PT10	-0.014531	-0.474198	0.6356
PT11	0.043131	1.150140	0.2507
PT12	-0.038862	-1.241740	0.2150
PT13	-0.023766	-1.154282	0.2490
PT14	0.014712	0.701987	0.4831
PT15	0.013704	0.647908	0.5174
PT16	0.006580	0.399062	0.6900
TRAD	-0.023172	-0.792570	0.4285
N1	-0.001387	-0.049963	0.9602
N2	-0.000977	-0.027707	0.9779
NM	-0.032591	-1.239354	0.2159
C	-0.050967	-1.221263	0.2227
R ²			0.490216
R ² Ajustado			0.458733
Prob(F-statistic)			0.000000

Legenda: ΔR = a variação das receitas líquidas; Ativoant = o ativo total da empresa no fim do período; PPE = saldos das contas Ativo Imobilizado, FCO = o fluxo de caixa da empresa no período, FCOant = o fluxo de caixa da empresa no período anterior, TAant = total do accruals da empresa no período t DR = *dummy* para indicar se o retorno foi negativo, Ret = retorno da ação no período; PT1 = Existência exclusivamente e ações ordinárias; PT2 = *Free float* mínimo de 25%; PT3 = Existência de regras para distribuição pública de ações; PT4 = Limitação de voto inferior a 5% do capital; PT5 = Quórum Qualificado; PT6 = Existência de cláusula pética para dissolução da OPA; PT7 = Composição do Conselho de Administração; PT8 = Existência de vedação à acumulação de cargos; PT9 = Tradução das demonstrações contábeis; PT10 = Reunião Pública Anual; PT11 = Calendário de eventos corporativos; PT12 = Política de negociação de valores mobiliários; PT13 = Divulgação adicional sobre o Código de Conduta; PT14 = *Tag Along* de 100% para ações ON; PT15 = OPA no mínimo pelo valor econômico; PT16 = Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado; N1 é o segmento do Nível 1, N2 é o segmento do Nível 2, NM é o segmento do Novo Mercado. *Significante a 1%, **significante a 5% e ***significante a 10%

Fonte: própria

Ao retirar os segmentos de governança corporativa o modelo apresentou a prática Existência de cláusula pética para dissolução da OPA (PT6), ao nível de 10%. Apesar disso,

pode-se considerar que as práticas de Governança Corporativa não afetam significativamente a dimensão de gerenciamento de resultados.

Tabela 13- Modelo sem as variáveis do segmento de Governança Corporativa

Variáveis Independentes	Coefficiente	Estatística t	Significância
ATIVOANT	1184.160	22.18626	0.0000*
VREC	3.53E-05	5.129749	0.0000*
PPE	-0.000282	-2.490802	0.0131*
FCOT	0.422887	4.482956	0.0000*
FCOTANT	-0.341830	-3.790947	0.0002*
TAANT	0.000148	1.695247	0.0908***
PT1	-0.013984	-1.179630	0.2388
PT2	0.023075	1.163483	0.2453
PT3	0.009097	0.376929	0.7064
PT4	-0.006061	-0.288017	0.7735
PT5	-0.008400	-0.303030	0.7620
PT6	0.036490	1.773385	0.0769***
PT7	0.000846	0.038444	0.9694
PT8	0.026983	1.097608	0.2730
PT9	-0.017838	-0.654235	0.5133
PT10	-0.011977	-0.407683	0.6837
PT11	0.041321	1.094570	0.2743
PT12	-0.037422	-1.216537	0.2244
PT13	-0.020989	-1.013615	0.3113
PT14	0.005131	0.246402	0.8055
PT15	0.010589	0.508002	0.6117
PT16	0.001233	0.077972	0.9379
C	-0.052441	-1.426328	0.1545
R ²			0.488581
R ² Ajustado			0.462415
Prob(F-statistic)			0.000000

Legenda: ΔR = a variação das receitas líquidas; Ativoant = o ativo total da empresa no fim do período; PPE = saldos das contas Ativo Imobilizado, FCO = o fluxo de caixa da empresa no período, FCOant = o fluxo de caixa da empresa no período anterior, TAant = total do accruals da empresa no período t DR = *dummy* para indicar se o retorno foi negativo, Ret = retorno da ação no período; PT1 = Existência exclusivamente e ações ordinárias; PT2 = *Free float* mínimo de 25%; PT3 = Existência de regras para distribuição pública de ações; PT4 = Limitação de voto inferior a 5% do capital; PT5 = Quórum Qualificado; PT6 = Existência de cláusula pética para dissolução da OPA; PT7 = Composição do Conselho de Administração; PT8 = Existência de vedação à acumulação de cargos; PT9 = Tradução das demonstrações contábeis; PT10 = Reunião Pública Anual; PT11 = Calendário de eventos corporativos; PT12 = Política de negociação de valores mobiliários; PT13 = Divulgação adicional sobre o Código de Conduta; PT14 = *Tag Along* de 100% para ações ON; PT15 = OPA no mínimo pelo valor econômico; PT16 = Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado.
*Significante a 1%, **significante a 5% e ***significante a 10%

Fonte: própria

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base na teoria na Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), este estudo teve o objetivo avaliar as relações existentes entre as práticas adotadas de governança corporativa com a qualidade da informação contábil e o nível de assimetria informacional nas companhias abertas brasileiras. Para isso, com base em um referencial teórico que tratou da assimetria de informação e sua relação com as práticas de governança corporativa das empresas, foi realizado um estudo com 383 observações durante os anos de 2010, 2011 e 2012, por outro lado para realizar a qualidade da informação contábil e sua relação com as práticas de governança corporativa foram analisadas 343 observações durante os anos de 2008 a 2012.

Sendo assim, foram identificadas 16 (dezesesseis) práticas a partir dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA e relacionadas a *proxy* de assimetria de informação (PIN) no mercado de capitais.

Dentre essas práticas, pode-se perceber que 15 (quinze) foram seguidas pela maioria das empresas, e as menos seguidas pelas empresas foram as práticas referentes à existência exclusivamente de ações ordinárias (PT1) com 53,6% de adesão das firmas analisadas e a existência de cláusula pécunia para dissolução da oferta pública de aquisição de ações (PT6), com 40,1%, esta seguida por menos da metade das firmas.

Por outro lado, a reunião pública anual (PT10) foi a prática mais comum entre as empresas. Além dessa prática, apresentaram relações positivas e significantes com a assimetria a existência de regras para vedações à disposição estatutária no que se refere ao quórum qualificado (PT5) e a divulgação adicional de informações relacionadas ao código de conduta (PT13).

Dessa forma, os resultados encontrados neste estudo colocam em questionamento a efetividade dessas práticas como indutoras de menor assimetria de informação. Por outro lado, pode-se atestar a efetividade das práticas relacionadas à votação na dissolução da oferta pública de aquisição de ações obrigatórias (PT6) e à composição mínima do Conselho de Administração (PT7), que apresentaram relações negativas e significantes com a assimetria, indicando que firmas que seguem tais práticas tendem a apresentar menor assimetria de informação. Ademais, não foi possível atestar a efetividade das demais práticas devido à falta de significância das relações analisadas.

Por fim, destaca-se que esses resultados são restritos à amostra analisada, durante o período investigado, representando apenas um recorte da realidade em questão. Dessa forma,

não são descartadas as limitações existentes relacionadas à coleta dos dados e às *proxies* utilizadas, que representam simplificações de uma realidade complexa, além dos fenômenos não capturados pelos instrumentos de análise ou não observados pelos pesquisadores. Todavia, essas limitações não invalidam seus resultados.

Adicionalmente, cabe ressaltar que, mesmo que os resultados empíricos apresentados neste trabalho não indiquem que as práticas de governança corporativa reduza a assimetria informacional no mercado de capitais e que, também, não melhore a qualidade da informação contábil, de forma individualizada, deve-se refletir que tais práticas possam somente atender aos seus objetivos principais se adotados em conjunto. Assim, sugere-se que pesquisas posteriores analisadas se a adoção conjunta das práticas de governança é eficiente na redução da assimetria informacional e na melhoria da qualidade das informações contábeis.

REFERÊNCIAS

- ABAD, D.; RUBIA, A. Modelos de estimación de la probabilidad de negociación informada: una comparación metodológica en el mercado Español. **Revista de Economía Financeira**, n.7, p. 1-37, 2005.
- AGUILERA, R. V.; CAZURRA, A. C. Codes of Good Governance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 3, p. 1-13, may. 2009.
- AKERLOF, G. A. The Market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal Economics**, v. 84, n.3, p. 488-500, 1970.
- AKTAS, N.; BODT, E.; DECLERCK, F.; OPPENS, H. V. The PIN anomaly around M&A announcements. **Journal of Financial Markets**, v. 10, p. 169-191, 2007.
- AMEMIYA, T. Tobit models: a survey. **Journal of Econometrics**, v. 24, n. 1-2, p. 361, 1984.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ANTUNES, G. A.; MENDONÇA, M. M. **Impacto da adesão aos níveis de governança na Bovespa na qualidade da informação contábil: Uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel**. ANPCONT, 2008.
- ANTUNES, G. A.; TEIXEIRA, A. José C.; COSTA, F. M. da; NOSSA, Valcemiro. Efeitos da adesão aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo na qualidade da informação contábil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p.1-14. 2009.
- BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 63, n. 1, p. 51-62, jan./mar. 2009.
- BASU, S.. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, n. 24, p. 3-37, 1997.
- BATTACHARYA, N.; ECKER, F.; OLSSON, P. M.; SCHIPPER, K. Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. **The Accounting Review**, v. 87, n. 2, p. 449-482, 2012.
- BENKEL, M.; MATHER, P.; RAMSAY, A. The association between corporate governance and earnings management: The role of independent directors. **Corporate Ownership and Control**, v. 3, p. 65-75, 2006.
- BHAGAT, S.; BLACK, B. S. The non-correlation between board independence and long-term firm performance. **Journal of Corporation Law**, v. 27, p. 1231-73, 2002.
- BOPP, E. **Negociação com informação diferenciada em ADR's da América Latina**. 2003. 53f. Dissertação (Mestrado em Economia) Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2003.

BOTOSAN, C.; PLUMLEE, M. **Are Information Attributes Priced?** Working Paper, University of Utah, 2008.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. **Corporate Governance and Firm Performance**. Atlanta, United States: University of Georgia, School of Accountancy, dezembro, 2004. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423, acesso em 21/05/2012.

BURGSTAHLER, David C.; HAIL, Luzi; LEUZ, Christian. The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. **The Accounting Review**, v. 81, n.5, p. 983-1016, oct. 2006.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information and corporate governance. **Economic Policy Review**. v. 9. n. 1. p. 65-87. 2003.

CARVALHO, G. A. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v.37, n.3, p.19-32, 2002.

CHEN, K. Y.; L, Kuen-Lin; ZHOU, J. Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms. **Managerial Auditing Journal**, vol. 20, nº 1, p. 86-104, 2005.

CRUCES, J. J.; KAWAMURA, E. Insider Trading and Corporate Governance in Latin America. **Research Network Working Paper R-513**. Washington: Inter-American Development Bank, 2005.

CUERVO, A. Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. **Corporate Governance: An International Review**, v. 10, p. 84, 2002.

DAHYA, J.; MCCONNELL, J. J.; TRAVLOS, N. G. The Cadbury committee, corporate performance, and top management turnover. **Journal of Finance**, p. 461–83, 2002.

DALMÁCIO, F. Z.; REZENDE, A. J. A Relação entre o Timeliness e a Utilidade da Informação Contábil e os Mecanismos de Governança Corporativa: Evidências no Mercado Acionário Brasileiro. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 5, n. 3, p. 163-174, set/dez. 2008.

DALTON, D. R.; DAILY, C. M.; ELLSTRAND, A. E.; JOHNSON, J. L. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. **Strategic Management Journal**, v. 19, p. 269, 1998.

DECHOW, P. M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 18, n.1-2, p.3-42, jan. 1994.

DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. **The Accounting Review**, v. 77, n. 4, Supplement, p.35-59, oct. 2002.

DECHOW, P. M.; GE, W.; SCHRAND, C. M. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v.50, p.344-401, 2010.

DECHOW, P. M.; SCHRAND, C. M. Earnings quality. **Charlottesville (Virginia): CFA Institute**, 2004.

DENARDIN, A. A. **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)**. 2007. 355f. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.

EASLEY, D.; HVIDKJAER, S.; O'HARA, M. Is information risk a determinant of asset returns? **Journal of Finance**, v.57, n.5, p.2185-2221, 2002.

EASLEY, D.; KIEFER, N. M.; PAPERMAN, J. B. Liquidity, information and infrequently traded stocks. **The Journal of Finance**, v. 51, n.4, p. 1405-1436, 1996.

EASLEY, D.; O'HARA, M. Information and the Cost of Capital. **The Journal of Finance**, v. LIX, n. 4, p. 1553-1583, 2004.

EASTERBROOK, F.; DANIEL, F. The Economic Structure of Corporate Law. **Harvard University Press**, Cambridge, Mass, 1991.

FAMA, E. F.; JENSEN, M.C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**. v.88, p. 301-325, 1983.

GIRÃO, L. F. A. P. **Assimetria informacional, insider trading e avaliação de empresas: evidências no mercado de capitais brasileiro**. 2012. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UNB/ UFRN/ UFPB: João Pessoa, 2012.

GIRÃO, L. F. A. P.; MARTINS, O. S.; PAULO, E. **A avaliação de empresas e a probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado de capitais brasileiro**. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2012, São Paulo. 12º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2012.

HEIDLE, H. G.; HUANG, R. D. Information-based trading in dealer and auction markets: an analysis of exchange listings. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 37, n.3, p. 391-424, 2002.

HITT, M. A.; HOSKISSON, R. E.; IRELAND, R. D. **Administração estratégica**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

JENSEN, M.C. The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, n.3, p. 831-880, 1993.

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

LAFOND, R.; WATTS, R. The information rule of conservative financial statements. **The Accounting Review**, v. 83, n. 2, p. 447-478, 2008.

LEAL, R. P. C. L.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas – RAE**. v. 2, n. 2, 2003.

LOPES, A. B. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: O modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA**. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: Uma Nova Abordagem**, São Paulo: Atlas, 2005.

MAASSEN, G. F.; VAN DEN BOSCH; F. A. J.; VOLBERDA, H. The importance of disclosure in corporate governance self-regulation across Europe: A review of the Winter Report and the EU Action Plan, **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 1, p. 59-146, 2004.

MACHUGA, S.; TEITEL, K. The effects of the Mexican corporate governance code on quality of earnings and its components. **Journal of International Accounting Research**, v. 6, p. 37–55, 2007.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis. Estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001, 167 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo: São Paulo, 2001.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, O. S. **Relações entre a assimetria de informação e as características das empresas no mercado acionário brasileiro**. 2012. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UNB/ UFRN/ UFPB: João Pessoa, 2012.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. A Probabilidade de Negociação com Informação Privilegiada no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 2, p. 249-280, Jun. 2013.

OKIKE, E. N. M. Corporate governance in Nigeria: The status quo. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, p.173–93, 2007.

O'SHEA, N. Governance how we've got where we are and what's next. **Accountancy Ireland**, v. 37, p. 3–33, 2005.

PAE, J. Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of *accruals*. **Review of Quantitative Finance and Accounting**. Dordrecht: v. 24, n. 1, p.5-22, feb. 2005.

- PARK, Y. W.; SHIN, H. Board Composition and Earnings Management in Canada. Working Paper, **University of Lethbridge**, 2001.
- REAZ, M.; HOSSAIN, M. Corporate governance around the world: An investigation. **Journal of American Academy of Business**, Cambridge, v. 11, p. 75–169, 2007.
- ROBERTS, G. H. Convergent capitalisms? The internationalization of financial markets and the 2002 Russian corporate governance code. **Europe-Asia Studies**, v. 56, p.48-1235, 2004.
- ROMANO, R. Public pension fund activism in corporate governance reconsidered. **Columbia Law Review**, v. 93, p. 795-853, 1993.
- SANTOS, P. S. A. dos; DANI, A. C.; TOLEDO FILHO, J. R. de. Qualidade Informacional Contábil das Companhias de Tecnologia da Informação Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Gestão e Tecnologia**, vol. 1, n. 2, p. 110-128, jul./dez. 2011.
- SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. A. Survey on corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SCOTT, W. R. **Financial accounting theory**. 3 ed. Toronto: Prentice Hall, 2003.
- SILVA, W. V. da; et al.. A influência da adesão às práticas de governança corporativa no risco das ações de empresas de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n.4, p.82-97, 2011.
- SILVEIRA, A.D.M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil..** 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Curso de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- SUNDER, S. **Theory of accounting and control.** Ohio: South-Western College Publishing, 1997.
- VERDI, R. S. **Financial reporting quality and investment efficiency**, working paper, SSRN Working Paper Series, 2006.
- WEIR, C.; LAING, D. The performance-governance relationship: The effects of Cadbury compliance on UK quoted companies. **Journal of Management and Governance**, v. 4, p. 81-265, 2000.