



São Paulo, 21 a 23 de Julho de 2014

**Novas Perspectivas
na Pesquisa Contábil**

**Governança Corporativa, Assimetria e Qualidade da Informação Contábil no
Mercado Brasileiro de Capitais**

KALLYSE PRISCILA SOARES DE OLIVEIRA

Universidade Federal da Paraíba

EDILSON PAULO

Universidade Federal da Paraíba

ORLEANS SILVA MARTINS

Universidade Federal da Paraíba

WENNER GLAUCIO LOPES LUCENA

Universidade Federal da Paraíba

Governança Corporativa, Assimetria e Qualidade da Informação Contábil no Mercado Brasileiro de Capitais

RESUMO

Um número significativo das pesquisas em Contabilidade tem se concentrado em estudar o sistema de governança corporativa e/ou a qualidade das informações contábeis reportados pelas firmas, sendo que, poucas pesquisas têm avaliado o nível de assimetria informacional existente nas negociações realizadas no mercado de ações. Assim, a literatura corrente não avalia adequadamente a governança corporativa, pois não verifica quais práticas de governança especificamente afetam a assimetria de informação e a qualidade das informações reportadas. Dessa forma, o objetivo desta pesquisa foi analisar as relações existentes entre as práticas de governança corporativa, a qualidade da informação contábil e o nível de assimetria informacional nas companhias abertas brasileiras. Para isso, identificou-se quais as práticas de governança são adotadas pelas companhias abertas brasileiras, bem como se mensurou a assimetria informacional, através da *probability of informed trading* (PIN), e a qualidade das informações contábeis divulgadas, por meio da persistência dos resultados, do conservadorismo e do gerenciamento de resultados no período de 2008 a 2012. Os principais achados da pesquisa, quanto à assimetria informacional, confirmam os resultados de pesquisas anteriores, onde, de forma geral, a PIN possui valores menores em segmentos com práticas mais rígidas de governança corporativa. As práticas de governança que se apresentaram de forma significativamente relacionadas à PIN foram ‘Limitação de voto inferior a 5% do capital’, ‘Existência de cláusula pética 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, o nível de conservadorismo e o comportamento discricionários dos gestores. Portanto, a principal contribuição deste estudo consiste na identificação de que, no período analisado, a maioria das práticas de governança não reduziu a assimetria nem aumentou a qualidade da informação.

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, Silveira, Corso, & Stadler, 2011). Este fato pode decorrer do problema de agência descrito por Jensen and Meckling (1976), que relatam 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 diversos ambientes 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, possuem maior risco na negociação de ações (Easley & O'Hara, 2004).

Ainda de acordo com esses autores, o custo de capital é afetado pela assimetria de informação, como também supõem que a qualidade da informação contábil é um fator de risco não diversificável, portanto, as diferenças de informação entre investidores afetam o custo do capital da empresa (Easley & O'Hara, 2004). Assim, em vários mercados de capitais no mundo, 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 BM&FBovespa tem estabelecido níveis diferenciados de governança corporativa.

Ao instituir os níveis diferenciados de governança corporativa, a BM&FBovespa atribuiu, a cada um deles, estratégias próprias a serem cumpridas para que as empresas possam participar desse segmento, transparecendo maior transparência aos investidores. Com isso, segundo Silveira (2004), busca-se reduzir os custos decorrentes do problema de agência, devido ao conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos à companhia. Dessa forma, considera-se que a assimetria informacional pode ser reduzida pela observância das práticas estabelecidas como governança corporativa, além do fornecimento de informações contábeis com maior qualidade, o que, conseqüentemente, conduz à melhoria da eficiência do investimento. Isso é ratificado por Verdi (2006), que 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, Teixeira, Costa, & Nossa, 2009) 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 (Barbedo, Silva, & Leal, 2009).

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, uma vez adotados, deveriam ser seguidos (Aguilera & Cazorra, 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 and 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, Reaz & Hossain, 2007). Contudo, até o presente momento, poucos são os

estudos que analisam a relação entre as práticas intrínsecas de governança corporativa, a assimetria de informação e a qualidade da informação contábil. Diante do exposto, surge a seguinte questão de pesquisa: quais são as relações existentes entre as práticas de governança corporativa adotadas, a assimetria de informação e a qualidade da informação contábil nas companhias abertas brasileiras?

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

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Governança corporativa

A governança corporativa é tratada de forma diversificada nos diferentes países, devido às particularidades de cada mercado. Shleifer and 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, porém 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 entre os países e até mesmo entre as organizações, O'Shea (2005) e Aguilera and Cazorra (2009) explicam que os códigos de governança têm algumas características comuns na maioria dos países.

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 (Bushman & Smith, 2003; Lopes & Martins, 2005).

Aguilera and 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 a Lei Sarbanes-Oxley de 2002) e a abordagem chamada "*Comply or Explain*" (como o Código do Reino Unido de 2003). 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 o desempenho da empresa.

Todavia, 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 tais práticas varia, pois a decisão de adotar um determinado código não garante automaticamente uma governança corporativa eficaz (Aguilera & Cazorra, 2009). Ainda, nos países em desenvolvimento o cumprimento desses códigos é escasso. No Brasil, diante da preocupação com o novo perfil dos investidores, buscou se criar um ambiente propício para estes, fazendo com que os principais agentes no mercado local adotassem algumas medidas, por exemplo, introduzindo-se alterações na legislação societária (em particular na Lei Nº 6.404/1976) e se instituindo os níveis diferenciados de governança corporativa por meio da BM&FBovespa (Silva *et al.*, 2011),

Nesses níveis diferenciados, são determinadas regras específicas. O Novo Mercado é o

mais elevado padrão de listagem, em que as empresas se comprometem com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais daquilo que é exigido pela legislação, concretizado através de contrato de participação 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 compromisso com as exigências do Nível I, no qual as companhias têm, em essencial, as melhorias na prestação de informações ao mercado e com a divisão acionária.

2.2 Assimetria de informação e qualidade da informação contábil

Na visão de Scott (2003), a assimetria de informação ocorre quando um dos participantes de um negócio possui melhores informações do que outro(s) participante(s). Aliado a isso, Jensen and 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 disso, a Contabilidade busca fornecer informação útil aos seus usuários, contribuindo para a redução da assimetria informacional. Sendo assim, para acompanhar o desempenho das empresas, o principal meio de comunicação que os usuários utilizam é através de seus relatórios contábeis, os quais contêm informações relevantes, esperando-se que demonstrem a realidade econômico-financeira da empresa, dando suporte à tomada de decisões.

Para Dechow, Ge and Schrand (2010), 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. Paralelo a isso, na literatura corrente tem se observado diferentes atributos da qualidade da informação, como, por exemplo, persistência nos resultados, conservadorismo e gerenciamento dos resultados (Dechow & Schrand, 2004, Dechow, Ge, & Schrand, 2010).

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 para a previsão dos resultados futuros e, conseqüentemente, para a avaliação do valor dos ativos.

A respeito do conservadorismo, Lopes e Martins (2005) argumentam que sua utilização 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 comumente discutida na literatura é o gerenciamento de resultados contábeis, por meio dos *accruals* (Chen, Lin & Zhou, 2005). Segundo esses autores, ele é promovido pela discricionariedade dos administradores no momento da identificação, mensuração e 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).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Plano amostral e coleta de dados

A população desta pesquisa foi composta pelas empresas listadas na BM&FBovespa que apresentaram negociações de suas ações em dois períodos: (i) entre 2010 e 2012, considerando

as informações intradiárias sobre a negociação das ações das empresas, analisando-se a relação da governança com a assimetria de informação, quando foram mantidas na amostra apenas as ações que possuíam negociações durante, pelo menos 60 dias, tendo em vista os requisitos para estimação da probabilidade de negociação com informação privilegiada (PIN); e (ii) entre 2008 e 2011, analisando-se a relação da governança corporativa com a qualidade da informação.

Dessa forma, a amostra analisadas contou com 142 ações no ano de 2010, 152 ações em 2011 e 89 ações em 2012, perfazendo um total de 383 observações, conforme demonstra a Tabela 1. Ressalta-se, ainda, que no ano de 2012 foram analisadas apenas 89 ações, devido a restrições de informação do banco de dados utilizado no momento da realização deste estudo, o que foi uma limitação, mas que não prejudica os resultados encontrados, tendo em vista que todas as ações mantidas na amostra apresentavam dados para todo o exercício social. No que diz respeito ao período anterior a 2010, destaca-se a impossibilidade de coleta de dados na base utilizada, tendo em vista o alto volume de informações em alta-frequência, pois para a estimação da PIN se utilizava dados intradiários de negociação (alcançando a casa dos milhões).

Tabela 1 Amostra das 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: Dados da pesquisa.

Já para a análise da relação entre a qualidade da informação contábil e as práticas de governança corporativa foram coletadas as informações financeiras das empresas em outra base de dados, entre o período de 2008 a 2011. Neste caso, optou-se por um período diferente para que fosse possível a análise de mais observações, o que não possível às negociações de ações. Assim, foi de 2008 (devido às mudanças da Lei N° 11.638/2007) até 2011, pois até a realização deste estudo as demonstrações financeira consolidadas de 2012 não haviam sido publicadas.

Para a coleta dos dados, foram utilizados o banco de dados da plataforma eletrônica de negociação do Grupo CMA[®], onde foram coletadas as informações de negociação da ações, minuto-a-minuto, para todos os 740 dias de negociação entre 2010 e 2012. Esses dados foram utilizados para estimar a *proxy* da assimetria de informação (PIN). Já para as *proxies* de governança corporativa e qualidade da informação contábil, foram coletadas informações no banco de dados da Economatica[®], no Formulário 20 (20-F) das empresas, bem como os sites das próprias empresas, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da BM&FBovespa.

3.2 Definição da variáveis dependentes

Para atender ao objetivo proposto, inicialmente foi estimada a *probability of informed trading* (PIN) pelo modelo proposto por Easley, Hvidkjaer and O'Hara (2002), para medir a assimetria de informação na negociação de ações. A escolha dessa *proxy* se deu pelo fato de que ela se destaca frente às demais (como a volatilidade, os lucros anormais e o número de anúncios públicos sobre a empresa) porque sua estimação é feita a partir dos dados de negociação do próprio mercado, podendo ser considerada um *proxy* direta de assimetria, mais independente de outros fatores do mercado (Abad & Rubia, 2005, Cruces & Kawamura, 2005, Heidle & Huang, 2007). Seu cálculo é feito a partir da Equação 1.

$$PIN = \frac{\alpha\mu}{\alpha\mu + \varepsilon_b + \varepsilon_s} \quad (1)$$

Onde, PIN é a *proxy* para assimetria informacional; 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. Para a estimação dos parâmetros da Equação 1, é maximizada uma função de máxima verossimilhança condicionada ao histórico de negociações das ações, conforme Equação 2 (Easley, Hvidkjaer, & O'Hara, 2002).

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

Onde, B e S representam o volume de compras e vendas da ação i em um dia de negociação t , respectivamente, e $\theta = (\alpha, \mu, \epsilon_b \text{ e } \epsilon_s)$ é o vetor de parâmetros. $(1 - \alpha)$ indica a probabilidade de ter ocorrido uma boa notícia, $(\alpha\delta)$ indica a probabilidade de ter ocorrido uma má notícia e $\alpha(1 - \delta)$ indica a probabilidade de não ter ocorrido notícia.

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 foi utilizado o seguinte modelo (Dechow & Schrand, 2004), como Equação 3.

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

Em que, LO_{it+1} é o resultado operacional da empresa i no ano $t+1$; X_{it} é o resultado operacional da empresa i no ano t e ϵ_{it} é o erro da regressão. A teoria subjacente para essa *proxy*, segundo Dechow, Ge and Schrand (2010), está no fato de que firmas com resultados mais persistentes têm maior poder preditivo dentro de modelo de avaliação de ativos. Isso consistente com Dechow (1994) e Dechow e Schrand (2004). Considera-se que a empresa com o maior coeficiente estimado de α_1 é aquela com maior nível de persistência dos resultados contábeis. Assim, para analisar o conservadorismo contábil utilizou-se Basu (1997).

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

Onde, LL_{it} é o lucro líquido contábil por ação da empresa i no ano t ; P_{it-1} é o preço da ação da empresa i no ano t ; DR_{it} é a *dummy* para indicar se o retorno foi negativo, assumindo valor 1 se $R_{it} < 0$ e 0 nos demais casos; R_{it} é o retorno da ação i no ano t ; ϵ_{it} é o erro da regressão. 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 ($\alpha_3 > 0$). Por fim, o atributo gerenciamento de resultados é calculado pelo modelo de Pae (2005), conforme Equação 5.

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

Em que, TA_{it} são os *accruals* totais da empresa i no ano t ; ΔR_{it} é a variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t ; PPE_{it} são os saldos das contas Ativo Imobilizado da empresa i no final do período t ; A_{it-1} são os ativos totais da empresa no final do período $t-1$; FCO_{it} é o fluxo de caixa operacional da empresa i no período t ; FCO_{it-1} é o fluxo

de caixa operacional da empresa i no período $t-1$; TA_{it-1} são os *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. Assim, os *accruals* totais são calculados na Equação 6.

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

Em que, TA_{it} são os *accruals* totais da empresa no período t ; ΔAC_t é a variação do ativo corrente (circulante) da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ; ΔPC_{it} é a variação do passivo corrente (circulante) da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ; $\Delta Disp_{it}$ é a variação das disponibilidades da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ; ΔDiv_{it} é a variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ; $Depr_{it}$ é 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 .

3.3 Definição das variáveis explicativas

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), sendo elas as variáveis dependentes (binárias) utilizados nos modelos descritos nas equações 1 e 2, como:

- **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 pética, a qual corresponde à cláusula no estatuto social que obriga o acionista que venha a votar pela dissolução da oferta pública de liquidação 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 trocar um conselheiro com maior rapidez, caso desejem;
- **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 as exigências do Novo Mercado, tendo em vista que este é o segmento com maior exigência de práticas diferenciadas de governança corporativa. Para fins de tratamento estatístico, as variáveis descritas são consideradas como *dummies*, atribuindo-se valor 1 (um) quando a empresa adotar a prática e valor 0 (zero) caso contrário.

3.4 Modelo de análise

O modelo utilizado para relacionar a assimetria de informação com as práticas de governança corporativa foi o Tobit. Segundo Amemiya (1984), 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 e outras variáveis explicativas. Assim, a Equação 6 relaciona a PIN às práticas de governança corporativa das empresas.

$$PIN_t = \beta_1 + \beta_2PT1_t + \beta_3PT2_t + \beta_4PT3_t + \beta_5PT4_t + \beta_6PT5_t + \beta_7PT6_t + \beta_8PT7_t + \beta_9PT8_t + \beta_{10}PT9_t + \beta_{11}PT10_t + \beta_{12}PT11_t + \beta_{13}PT12_t + \beta_{14}PT13_t + \beta_{15}PT14_t + \beta_{16}PT15_t + \beta_{17}PT16_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

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 e ε_t é o termo do erro.

Para relacionar a qualidade da informação contábil (QIC) às práticas de governança corporativa foi utilizado o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) na Equação 7.

$$QIC_t = \beta_1 + \beta_2PT1_t + \beta_3PT2_t + \beta_4PT3_t + \beta_5PT4_t + \beta_6PT5_t + \beta_7PT6_t + \beta_8PT7_t + \beta_9PT8_t + \beta_{10}PT9_t + \beta_{11}PT10_t + \beta_{12}PT11_t + \beta_{13}PT12_t + \beta_{14}PT13_t + \beta_{15}PT14_t + \beta_{16}PT15_t + \beta_{17}PT16_t + \varepsilon_t \quad (7)$$

Onde, QIC_t é a medida de qualidade da informação contábil (persistência dos resultados, nível de conservadorismo ou gerenciamento de resultados), $\beta_{1...n}$ são os parâmetros estimados; $PT1...n_t$ são as práticas de governança corporativa, como apresentado na Equação 6 e ε_t é o termo do erro.

4 RESULTADOS

4.1 Análise descritiva

No primeiro momento, foram levantadas as práticas de governança corporativa entre as firmas que compuseram a amostra. Observa-se que a prática mais comum entre as empresas analisadas é a reunião pública anual (PT10), ocorrendo em 90,2% das empresas pesquisadas. Por outro lado, as práticas menos seguidas pelas empresas investigadas foram a existência exclusivamente de ações ordinárias (PT1), com 53,6%, isto ocorre devido ao mercado de capitais brasileiro possui um alto índice de emissão de ações preferenciais, sem direito de voto (Denardin, 2007). 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, como pode ser observado na Tabela 2.

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Tabela 2 Práticas de Governança Corporativa seguida pelas empresas no período de 2010-2012

Prática	Código	N	%
Reunião pública anual	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 pética para dissolução da OPA	PT6	77	40,1

Fonte: Dados da pesquisa.

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.

A probabilidade de negociação com informação privilegiada (PIN) apresentou no triênio (2010, 2011 e 2012), uma média de 20,65%. Essa estimativa é menor do que a encontrada nos estudos de Martins e Paulo (2013), que apresentou uma PIN média de 24,9% das operações no mercado brasileiro; porém é maior do que os estudos de Easley, Hvidkjaer and O'Hara (2002), que foi de 19,1% no mercado norte-americano, e que Barbedo, Silva e Leal (2009), a qual encontraram uma PIN média de 12,5%, no mercado brasileiro. 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 e Paulo (2013), tendo em vista que analisaram períodos semelhantes.

De acordo com os resultados, a maior PIN encontrada durante o triênio ocorreu em 2010, igual a 45,67%, em uma empresa do Nível 2 de governança corporativa, o que não era esperado, pois este segmento representa o segundo nível com maiores exigências. A menor PIN (0,01%) foi encontrada também em 2010, em uma empresa do Nível 1.

Tabela 3 Estatística descritiva da PIN

Período	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
2010	20,86	20,54	0,01	45,67	6,80
2011	19,59	20,15	0,17	42,36	6,16
2012	22,12	22,17	9,11	44,23	7,87
Triênio	20,64	20,80	0,01	45,67	6,80

Fonte: Dados da pesquisa.

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

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

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%) se encontra no Novo Mercado, fato este que contradiz a literatura (Barbedo, Silva, & Leal, 2009) e os objetivos dos níveis diferenciados de governança corporativa, pois é o maior nível de governança e deveria indicar menor assimetria informacional. A menor PIN média (9,1%) encontra-se no Nível 2, considerado o segundo nível mais rígido de práticas de Governança da BM&FBovespa.

Analizou-se também o comportamento da PIN por níveis de governança corporativa (Tabela 4). 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 e Paulo (2013), esses resultados vão de encontro com a literatura internacional, 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. E, ainda, não se descarta o impacto do viés de seleção.

Tabela 4 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: Dados da pesquisa.

Em estudo realizado por Martins e Paulo (2013), 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 e Paulo (2013) e no presente estudo, geram o questionamento se essas práticas de governança corporativa exigidas em cada nível diferenciado são realmente eficazes. Assim, este estudo levanta essa discussão, julgada relevante, 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. Por fim, devido às *proxies* de qualidade da informação contábil representarem apenas índices sem interpretações diretas, e não percentuais, sua análise foi mantida apenas na análise das relações com a governança corporativa.

4.2 Relação entre a assimetria de informações 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, por máxima verossimilhança, sendo que para atender aos pressupostos de homocedasticidade e normalidade dos resíduos foram estimados de forma robusta com correção de White, conforme Tabela 5.

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Tabela 5 Relações entre a PIN e as práticas de Governança Corporativa

Variáveis Independentes	Coefficiente	Estatística z	Significância
Constante	0,189137	7,131639	0,0000***
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

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. *Significante a 1%, **significante a 5% e ***significante a 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao se analisar a Tabela 5, nota-se que a prática de “Limitação de voto inferior a 5% do capital” (PT4) apresentou uma relação positiva e significativa (0,018) 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 tende a não conseguir a inibição das negociações privilegiadas. O mesmo ocorre com a prática “Divulgação adicional sobre o Código de Conduta” (PT13), cuja relação foi positiva e significativa (0,023).

Acrescenta-se que a prática que trata da “Existência de cláusula pética para dissolução OPA” (PT6) apresenta-se relacionada de forma negativa (-0,012), ao nível de 10%. A existência de cláusula pética, 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. Quanto à “Obrigatoriedade da reunião pública anual” (PT10), comportou-se com relação inversa ao nível de assimetria informacional (-0,028), de forma significativa, assim como esperado, indicando redução de assimetria.

Portanto, verifica-se que apenas 4 das 16 práticas de governança corporativa apresentaram significância estatística, sendo duas com relação inversa e duas com relação negativa, conforme a literatura corrente. As demais práticas não foram significantes para a redução da PIN e, por esta razão, são foram objeto de análise.

4.3 Relação entre a qualidade da informação contábil e as práticas de governança

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 aos 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 (Tabela 6), buscou-se verificar se as práticas de

governança corporativa influenciam a QIC, nas dimensões persistência de resultados, nível de conservadorismo e gerenciamento de resultados.

Tabela 6 Relações entre a PIN e a Qualidade das Informações Contábeis

Variáveis Independentes	Persistência		Conservadorismo		Gerenciamento de Resultados	
	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Constante	0,0075	0,8579	-1,0563	0,0007*	-0,0524	0,1545
LO _{t-1}	0,0094	0,0043*				
DR			-0,0798	0,3864		
Ret			-0,1089	0,4419		
Ret*DRet			0,2200	0,2796		
ATIVOANT					1184,1600	0,0000*
VREC					0,0000	0,0000*
PPE					-0,0002	0,0131*
FCOT					0,4229	0,0000*
FCOTANT					-0,3418	0,0002*
TAANT					0,0001	0,0908***
PT1	0,0403	0,0082*	0,0099	0,5481	-0,0140	0,2388
PT2	-0,0006	0,9903	0,0029	0,9706	0,0231	0,2453
PT3	-0,0372	0,1644	0,0124	0,8622	0,0091	0,7064
PT4	0,0006	0,9796	-0,1665	0,0989***	-0,0061	0,7735
PT5	0,0047	0,8459	-0,0434	0,5417	-0,0084	0,7620
PT6	-0,0490	0,4654	0,05112	0,2774	0,0365	0,0769***
PT7	-0,1150	0,0000*	0,0950	0,1748	0,0008	0,9694
PT8	0,1113	0,3855	-0,0816	0,2214	0,0270	0,2730
PT9	0,0173	0,4367	0,0649	0,5713	-0,0178	0,5133
PT10	-0,0710	0,0976***	0,3736	0,0359**	-0,0120	0,6837
PT11	0,0468	0,2988	0,2255	0,0344**	0,0413	0,2743
PT12	0,0875	0,0273**	0,4499	0,0097*	-0,0374	0,2244
PT13	-0,0359	0,2425	0,2794	0,0121*	-0,0210	0,3113
PT14	0,0138	0,4686	0,2051	0,0174	0,0051	0,8055
PT15	-0,0039	0,8469	-0,1164	0,1096	0,0106	0,6117
PT16	0,0187	0,4298	-0,1157	0,0450**	0,0012	0,9379
R ²	0,0269		0,2681		0,4886	
R ² Ajustado	-0,0075		0,2330		0,4624	

Legenda: LO_{t-1} = Lucro operacional do período t-1 ponderado pela ativo total em t-2; DR = *dummy* para indicar se o retorno foi negativo, Ret = retorno da ação no período; 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: Dados da pesquisa.

Dechow, Ge and Schrand (2010) 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 significantes (Tabela 6). A prática da “Existência exclusivamente e ações ordinárias” (PT1), de acordo com o modelo

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

analisado, possui relação positiva e significativa com a persistência dos resultados (0,040), ao nível de 1%, indicando que a adoção dessa prática contribui para a melhoria da qualidade da informação contábil, devido à relação positiva. O mesmo acontece com a “Política de negociação de valores mobiliários” (PT12), com uma significância de 5% (0,087), que 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. Portanto, elas melhoram a qualidade da informação.

Por outro lado, as práticas referentes à “Composição do Conselho de Administração” (PT7), com coeficiente de -0,115, e à “Reunião pública anual” (PT10), com coeficiente de -0,071, que apresentam relação negativa e 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.

No que se refere ao conservadorismo, Dechow, Ge and 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, & Corrar, 2007).

As práticas que apresentaram relação positiva e significativa com o conservadorismo foram: “Reunião pública anual” (PT10), “Divulgação de calendário de eventos corporativos” (PT11), “Política de negociação de valores mobiliários” (PT12) e “Divulgação do código de conduta” (PT13), indicando que contribuem com a melhoria da qualidade da informação contábil. Por outro lado, as práticas “Limitação de voto inferior a 5% do capital” (PT4) e “Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado” (PT16) apresentaram relação negativa e significativa, sugerindo que pioram a qualidade da informação contábil. Esse modelo, por sua vez, apresentou melhor coeficiente de determinação conjunto (R^2 ajustado = 0,2330). As demais práticas não influenciaram o nível de conservadorismo das empresas, não apresentando significância estatística na amostra analisada.

No que se refere ao gerenciamento de resultados contábeis, na busca por maximizar a captação de recursos, os administradores podem agir discricionariamente (Teoh, Welch, & Wong, 1998, Roosenboom, Goot, & Mertens, 2003, Darrough & Rangan, 2005). Assim, podem gerenciar resultados para o benefício próprio, afetando a qualidade da informação contábil. Por isso, espera-se uma relação negativa com as práticas de governança. Todavia, conforme pode ser observado na Tabela 6, apenas a prática “Existência de cláusula pética para dissolução da OPA” (PT6) apresentou relação significativa com o gerenciamento de resultado, e positivo! Isso indica que a adesão piora da qualidade de informação. Além disso, as demais práticas não afetaram significativamente a dimensão de gerenciamento de resultados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

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. Preliminarmente foram identificadas 16 (dezesesseis) práticas a partir dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa. Dentre essas práticas, pode-se observar que 15 (quinze) foram seguidas pela

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

maioria das empresas, sendo que apenas a prática da Existência de cláusula pétrea para dissolução da oferta pública de aquisição de ações (PT6), com 40,1%, foi seguida por menos da metade das firmas. Por outro lado, a reunião pública anual (PT10) foi a prática mais comum entre as empresas.

As práticas de Limitação de voto inferior a 5% do capital (PT4) e a de Divulgação adicional de informações relacionadas ao código de conduta (PT13) apresentaram relações positivas e significantes com a assimetria da informação. Dessa forma, os resultados encontrados neste estudo colocam em questionamento a efetividade dessas práticas como indutoras de menor assimetria de informação no mercado de capitais. 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.

Além disso, observando os resultados apresentados nesta pesquisa no que se refere a Governança e a qualidade das informações contábeis, observa-se que poucas são as práticas de governança têm influência sobre a qualidade das informações contábeis. Tais resultados sugerem que algumas práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias abertas brasileiras são efetivas aos seus propósitos.

Portanto, os resultados encontrados desta pesquisa sugerem que, as práticas descritas nos códigos de governança corporativa devem ser reavaliadas diante das características institucionais e organizacionais de cada mercado de capitais. A adoção e manutenção de algumas dessas práticas têm gerado custos elevados para as firmas listadas nos níveis diferenciados da BM&FBovespa e nem sempre compatíveis com os retornos proporcionados pela mesma.

A compreensão do objetivo e limitação de cada uma das práticas deve ser claramente entendida pelos agentes do mercado, pois mesmo com a imposição de certas condutas, dificilmente, serão evitadas práticas discricionárias, arbitrárias ou mesmo de expropriação por parte dos gestores. 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 melhorem a qualidade da informação contábil, de forma individualizada, deve-se refletir se tais práticas possam somente atender aos seus objetivos principais se adotados em conjunto.

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, deve-se observar 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.

Assim, sugere-se que pesquisas posteriores analisem se a adoção conjunta das práticas de governança é eficiente na redução da assimetria informacional e na melhoria da qualidade das informações contábeis.

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.

REFERÊNCIAS

Abad, D., & Rubia, A. (2005). Modelos de estimación de la probabilidad de negociación

informada: uma comparación metodológica en el mercado Español. *Revista de Economía Financiera*, 7, 1-37.

Aguilera, R. V., & Cazorra, A. C. (2009). Codes of Good Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 1-13.

Amemiya, T. Tobit models: a survey. *Journal of Econometrics*, 24(1-2), 361, 1984.

Antunes, G A., Teixeira, A. J. C., Costa, F. M., & Nossa, V. (2009). 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*, 1(1), 1-14.

Barbedo, C. H., Silva, E. C., & Leal, R. P. C. (2009). Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 63(1), 51-62.

Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 3-37.

Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information and corporate governance. *Economic Policy Review*, 9(1), 65-87.

Chen, K. Y., Lin, K. L., Zhou, J. (2005). Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms. *Managerial Auditing Journal*, 20(1), 86-104.

Cruces, J. J., & Kawamura, E. (2005). Insider Trading and Corporate Governance in Latin America. *Research Network Working Paper R-513*. Washington: Inter-American Development Bank.

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

Dalmácio, F. Z., & Rezende, A. J. (2008). 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*, 5(3), 163-174.

Darrough, M., & Rangan, S. (2005). Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering? *Journal of Accounting Research*, Oxford, 43(1), 1-33.

Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1-2), 3-42.

Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. M. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344-401.

Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). Earnings quality. *Charlottesville: CFA Institute*.

Denardin, A. A. (2007). Assimetria de informação, intermediação financeira e o mecanismo de transmissão da política monetária: evidências teóricas e empíricas para o canal do empréstimo bancário no Brasil (1995-2006). Tese de doutorado, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Brasil.

Easley, D., Hvidkjaer, S., & O'Hara, M. (2002). Is information risk a determinant of asset returns? *Journal of Finance*, 57(5), 2185-2221.

- Easley, D., & O'Hara, (2004). M. Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 49(4), 1553-1583.
- Heidle, H. G., & Huang, R. D. (2002). Information-based trading in dealer and auction markets: an analysis of exchange listings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(3), 391-424.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2005). *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Martins, O. S., & Paulo, E. (2013). A Probabilidade de Negociação com Informação Privilegiada no Mercado Acionário Brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(2), 249-280.
- O'Shea, N. (2005). Governance how we've got where we are and what's next. *Accountancy Ireland*, 37, 3-33.
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Dordrecht, 24(1), 5-22.
- Paulo, E., Martins, & Corrar, L. J. (2007). Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. *RAE - Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, 47(1), 46-59.
- Reaz, M., & Hossain, M. (2007). Corporate governance around the world: An investigation. *Journal of American Academy of Business*, Cambridge, 11, 75-169.
- Roosenboom, P., Goot, T. V., & Mertens, G. (2003). Earnings management and initial public offerings: evidence from the Netherlands. *The International Journal of Accounting*, 38(3), 243-266.
- Scott, W. R. (2003). *Financial accounting theory*. 3 ed. Toronto: Prentice Hall.
- Silva, W. V., Silveira, S. A. A., Corso, J. M. D., & Stadler, H. (2011). A influência da adesão às práticas de governança corporativa no risco das ações de empresas de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 7(4), 82-97.
- Silveira, A.D.M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, Oxford, 53(6), 1935-1974.
- Verdi, R. S. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency. *Working Paper*, SSRN Working Paper Series.