



## REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 7. n. 2, jul./dez. 2015

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://ccsa.ufrn.br/ojs/index.php?journal=contabil>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 03.12.2014. Revisado por pares em: 30.03.2015. Resubmetido em: 16.04.2015. Reformulado em: 20.04.2015. Avaliado pelo sistema double blind review.

### ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE E ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

### OWNERSHIP AND CONTROL STRUCTURE AND INFORMATION ASYMMETRY IN THE BRAZILIAN STOCK MARKET

### ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y CONTROL Y LA ASIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES DE BRASIL

#### Autores

##### **Thamirys de Sousa Correia**

Graduanda em Ciências Contábeis - Bolsista de Iniciação Científica pelo CNPq - Universidade Federal da Paraíba (UFPB). Endereço: Campus I, Ambiente dos Professores do CCSA, Andar 1, Sala 67, Cidade Universitária, João Pessoa/PB – Brasil. CEP 58051-900.

Telefone: (83) 3216 7459

E-mail: [thamirys\\_correia@hotmail.com](mailto:thamirys_correia@hotmail.com)

##### **Orleans Silva Martins**

Doutor em Ciências Contábeis pela UnB/UFPB/UFRN. Professor dos Programas de Pós-Graduação em Administração e em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (UFPB). Endereço: Campus I, Ambiente dos Professores do CCSA, Andar 1, Sala 67, Cidade Universitária, João Pessoa/PB – Brasil. CEP 58051-900. Telefone: (83) 3216 7459

E-mail: [orleansmartins@yahoo.com.br](mailto:orleansmartins@yahoo.com.br)

#### RESUMO

Esta pesquisa teve o objetivo de investigar a relação existente entre a estrutura de propriedade e controle das empresas e a assimetria da informação existente nas negociações de suas ações. Para isso, apoiou-se em um referencial acerca da Teoria da Agência, reportando as principais evidências da literatura de estrutura de propriedade e assimetria de informação. Foram analisados os dados das empresas listadas na BM&FBOVESPA entre 2008 a 2013, por meio de modelos de regressão Tobit, sendo possível observar evidências distintas para empresas que possuíam *American Depository Receipt* (ADR) ou estavam no segmento Novo Mercado de governança corporativa e para as demais empresas. Para o primeiro grupo, verificou-se que a concentração de propriedade e controle apresentou relação positiva com a assimetria, considerando as *proxies* retorno anormal, volatilidade e beta. Essas evidências são ainda mais fortes com relação à concentração de controle, indicando que a assimetria poderia ser reduzida por meio da pulverização de ações. Por outro lado, entre as empresas sem ADR ou fora desse segmento, a concentração de propriedade e controle tendeu a reduzir a assimetria.

Assim, como principal contribuição se destaca tal evidência, pois revela que a concentração de ações tem efeito diferente sobre a assimetria, conforme características da empresa.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Estrutura de Controle; Assimetria de Informação.

### ABSTRACT

This research aimed to investigate the relationship between the ownership and control structure of the companies and the information asymmetry existing in the negotiations of their stocks. To do so, relied on a reference about the Agency Theory, reporting the main evidence of the literature of ownership structure and information asymmetry. The data of the companies listed on the BM&FBOVESPA from 2008 to 2013 were analyzed by Tobit regression models and are recording distinct evidence for companies with American Depository Receipt (ADR) or listed on the “New Market” segment of corporate governance and for other companies. For the first group, it was found that the concentration of ownership and control had a positive relationship with the asymmetry, considering the proxies abnormal return, volatility and beta. This evidence is even stronger in the concentration of control. Thus, there is evidence that the asymmetry can be reduced by spraying actions. On the other hand, among the companies without ADR or outside of that segment, the concentration of ownership and control tended to reduce the asymmetry. Thus, the main contribution stands as evidence shows that as the concentration of stocks have different effect on asymmetry as firm characteristics.

**Keywords:** Corporate Governance; Control Structure; Information Asymmetry.

### RESUMEN

Esta investigación tuvo como objetivo investigar la relación entre la estructura de propiedad y control de las empresas y la asimetría de información existente en la negociación de sus acciones. Para ello, se basó en una referencia acerca de la Teoría de la Agencia, la evidencia clave de la literatura de la estructura de propiedad y la asimetría de la información. Los datos de las empresas que cotizan en el mercado BM&FBOVESPA entre 2008-2013 se analizaron por modelos de regresión Tobit y están grabando evidencia clara para las empresas con *American Depository Receipt* (ADR) o estaban en el segmento “Nuevo Mercado” de gobierno corporativo y para otras empresas. Para el primer grupo, se encontró que la concentración de propiedad y control tuvo una relación positiva con la asimetría, teniendo en cuenta los *proxies* anormal cambio, volatilidad y beta. Esta evidencia es aún más fuerte en la concentración de control. Por lo tanto, existe evidencia de que la asimetría se puede reducir por pulverización de acciones. Por otro lado, entre las empresas de fuera de este segmento, la concentración de propiedad y control tendió a reducir la asimetría. Así, la contribución principal destaca esta evidencia, lo que demuestra que la concentración de las acciones tiene efecto diferente en la asimetría, de acuerdo a las características de la empresa.

**Palabras clave:** Gobierno Corporativo; Estructura de Control. Asimetría de Información.

## 1 INTRODUÇÃO

O mercado acionário brasileiro tem sido caracterizado pela alta concentração de ações de suas empresas nas mãos de poucos acionistas. Entre as principais características Denardin (2007) destaca a forte concentração das ações com direito de voto (ordinárias), o alto índice de emissão de ações sem direito de voto (preferenciais) e o controle familiar ou compartilhado por poucos investidores, alinhados por meio de acordos de acionistas. Nesse ambiente, onde a proteção aos acionistas é menor do que em mercados desenvolvidos, como o dos Estados

Unidos (BYUN; HWANG; LEE, 2011), a submissão às normas de outros mercados, como na emissão de *American Depository Receipt* (ADR), ou às práticas diferenciadas de governança corporativa pode ocupar importante papel na proteção adicional aos acionistas.

No que se refere à negociação de ações em um mercado de capitais, Chaganti e Wood (1984) observam que os investidores ou acionistas podem se dividir em duas categorias: *insiders*, aqueles que possuem grande participação acionária e atuam na gestão da empresa; e *outsiders*, que apesar de terem ações, não têm o poder de influência nas decisões da empresa. Os *insiders* podem vir a praticar o *insiders trading*, ou negociação com informação privada, consequência dos diferentes níveis informacionais existentes entre as partes envolvidas no contrato, isto é, o principal e o agente (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse sentido, além de possuir um conhecimento privilegiado sobre a empresa, em relação aos *outsiders*, os *insiders* obtêm maior eficiência em sua tomada de decisão de investimento (DENARDIN, 2007). Devido à possível existência de assimetria de informação entre o principal e o agente, ou acionistas controladores e minoritários, os conflitos de interesses podem vir a ocorrer.

No caso do mercado brasileiro, Campos (2006) verificou que as empresas abertas se caracterizavam por terem grande concentração acionária e reduzido número de acionistas que possuem o controle da empresa, ao passo em que há duas classes de ações, ordinárias e preferenciais, e que esse mercado era caracterizado pelo alto volume de negociação de ações preferenciais. Nesse contexto, verifica-se a Teoria da Agência como sendo um arcabouço teórico voltado à análise das relações existentes entre os que participam de uma organização, em que o controle e a propriedade são destinados a diferentes indivíduos, podendo ocorrer conflitos de interesse entre esses participantes (JENSEN; MECKLING, 1976).

A análise da estrutura de propriedade e controle das empresas tem se tornado um tema em crescente discussão nos mercados de capitais, principalmente em países nos quais a concentração de ações entre poucos investidores é evidente, como é o caso do Brasil (CAIXE; KRAUTER, 2013). Diferentes características do mercado e das empresas podem influenciar a configuração dessa estrutura de propriedade. Diversos também são os efeitos dessa estrutura sobre variáveis de desempenho, governança corporativa e assimetria de informação.

Segundo Caixe e Krauter (2013), a concentração acionária pode vir a beneficiar os acionistas controladores de uma empresa, no sentido de dominar o processo decisório da empresa, além de favorecer a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários. Ainda, de acordo com Silveira, Barros e Famá (2008), boa parte da literatura tem buscado avaliar se a distinção na proteção aos investidores em ambientes contratuais diferentes ocasiona maior concentração acionária, tendo em vista a estrutura de propriedade comparada entre empresas de diferentes países. Além disso, devido a peculiaridades intrínsecas ao seu setor de atividade, empresas de um mesmo país podem ter níveis de concentração de propriedade distintos.

Nesse contexto, considerando a escassez de pesquisas que relacionem diretamente esses dois temas no mercado brasileiro, surge a questão de pesquisa que norteia este estudo: **qual é a relação da estrutura de propriedade e controle das empresas que compõem o mercado acionário brasileiro com sua assimetria de informação?** Assim, objetiva-se investigar a relação existente entre a estrutura de propriedade e controle das empresas e a assimetria da informação existente nas negociações de suas ações entre os anos de 2008 e 2013. Destaca-se, sobretudo, que este trabalho não busca estabelecer efeito causal entre essas variáveis, mas sim identificar suas tendências de associação.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E TEORIA DA AGÊNCIA

Um dos primeiros relatos da separação entre propriedade (acionistas) e controle (gestores) foi realizado por Smith (1989) no “*The Wealth of Nations*”. Nesse estudo, o autor abordou a preocupação com a estrutura de propriedade da organização, evidenciando os custos que poderiam ocorrer caso o administrador não levasse em consideração os anseios dos proprietários. Já Berle e Means (1932) observaram o quanto as empresas estavam crescendo e a dificuldade de mantê-las nas mãos de um único dono, na medida em que o controle estava sendo repassado para administradores.

No século XXI, Balassiano (2012) argumenta que a estrutura de propriedade se refere à estrutura societária da organização, evidenciando o percentual de ações de um acionista em relação ao total de ações da empresa, bem como a relação entre a quantidade de recursos alocados por acionistas internos (gestores da companhia) e externos (investidores sem atuação na gestão). Já a estrutura de controle se refere ao percentual de ações com direito de voto que possui um acionista, em relação ao total de ações com direito a voto. No Brasil é comum a emissão de ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN), sem direito de voto. A existência dessas duas classes de ações permite que as empresas captem recursos por meio da emissão de ações PN e concentrem ações ON permitindo a seus controladores a manutenção de poder, porém, com menor alocação de recursos próprios.

No que se refere à concentração de propriedade e de controle, Claessens e Fan (2002) destacam os efeitos incentivo e entrincheiramento e o relacionam à valorização das empresas. Para esses autores, no efeito alinhamento (ou incentivo) a concentração de propriedade provoca um impacto positivo no desempenho corporativo, por meio de possíveis reduções nos custos de agência, enquanto que no efeito-entrincheiramento, na medida em que é ampliada a concentração de propriedade e controle, o conselho de administração perde espaço para o poder exercido pelo controlador, que passa a ter maiores chances de expropriar os demais investidores.

De acordo com La Porta *et al.* (1998) a concentração da propriedade e controle pode ser observada na maioria dos países, podendo influenciar a expropriação do fluxo de caixa da empresa de diversas maneiras, seja por meio do pagamento de salários a si próprio ou pela autonegação em cargos executivos privilegiados (OKIMURA, 2003). Nesse sentido, Demsetz e Lehn (1985) e Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) apresentam os motivos que podem vir a determinar essa concentração, como: (i) escopo para gastos definidos pelo livre-arbítrio do gestor ou natureza da operação da empresa; (ii) tamanho da empresa; (iii) nível do fluxo de caixa livre; (iv) taxa de investimento; (v) risco idiossincrático; (vi) desempenho corporativo; (vii) setor de atividade; e (viii) tipo do acionista controlador.

Young *et al.* (2008) destacam que a expropriação dos acionistas minoritários pode ser realizada por meio da colocação de membros da família menos qualificados ou por se engajar em estratégias com interesse pessoal, familiar ou agendas políticas em detrimento ao desempenho da empresa. Aliado a isso, La Porta *et al.* (1998) afirma que essa prática pode tornar interesses da família mais evidentes que os interesses dos acionistas e demais *stakeholders* da organização, devido ao poder de voto predominante, além do envolvimento com a gestão, contribuindo com políticas e projetos que beneficiam a si mesmos, ao invés da organização. Mas, por outro lado, Okimura (2003) afirma que a família controladora pode contribuir para um maior monitoramento da administração por meio de seus membros na gestão, minimizando os custos incorridos.

Quanto à Teoria da Agência, ela serve como base para a análise da estrutura de propriedade, em que pode variar de acordo com os conflitos de agência, podendo determinar o papel do agente e do principal, onde o primeiro detém a informação que pode influenciar a decisão dos acionistas minoritários, ocasionando um retorno satisfatório ou não para o segundo (JENSEN; MECKLING, 1976). Dessa forma, o principal deve proporcionar meios de induzir o agente a prestar um bom serviço e atender também aos seus interesses, em contrapartida, o principal deve remunerar satisfatoriamente o agente. Dessa relação surge o problema de agência, quando principal e agente têm diferentes propensões ao risco e, em função disso, podem adaptar diferentes ações em busca de seus próprios interesses.

No caso do Brasil, contudo, esse conflito entre gestor e acionista é menos relevante quando comparado a mercados desenvolvidos, como o dos Estados Unidos, em que o capital das empresas é bastante pulverizado. As empresas brasileiras apresentam, em sua maioria, um controlador (ou bloco controlador) que detém a maior parte das ações ordinárias (ON), conquistando assim o controle da empresa. Por isso, o principal conflito de interesses neste mercado ocorre entre acionistas controladores e minoritários (BALASSIANO, 2012). Nesse sentido, considerando a ocorrência de conflitos de interesses (JENSEN; MECKLING, 1976), vislumbra-se a possibilidade de haver relação da estrutura de propriedade das empresas com a existência de assimetria de informação na negociação de suas ações, pois segundo Procianny (1995) os problemas de agência podem emergir com a existência de assimetria informacional entre acionistas controladores e minoritários, uma vez que os primeiros sejam melhor informados que os segundos.

## 2.2 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

A assimetria de informação foi discutida por Akerlof (1970) por meio da ilustração do caso do mercado norte-americano de carros usados, em estudo referente ao *market for lemons*, em que carros velhos são conhecidos como *lemons* (limões) e quem vende o automóvel tem pleno conhecimento das condições do veículo, enquanto quem compra desconhece tais condições. Por isso, o comprador já vai disposto a pagar um preço mais baixo pelo veículo. Em consequência, quem tem um carro bom não quer vender, pois vai receber alguém do valor real do seu veículo. Ou seja, em muitos casos o vendedor de um determinado produto conhece mais a respeito de sua qualidade do que o comprador. Em outro exemplo, os administradores de empresa podem vir a ter mais conhecimento a respeito dos custos, da posição competitiva e das oportunidades de investimentos da organização do que até mesmo os proprietários (PINDYCK; RUBINFELD, 2002).

Segundo Fama (1965) um mercado de capitais que possa ser considerado eficiente é aquele em que, dadas às informações disponíveis, os preços reais em cada ponto do tempo representam boas estimativas de valores intrínsecos, os quais podem ser afetados pela existência de assimetria informacional. Sendo assim, verifica-se a importância dos investidores possuírem informações adequadas no processo de tomada de decisão, auxiliando a correta precificação dos ativos, pois na existência de assimetria de informação, os conflitos de interesses podem se multiplicar. Isto é, informação inadequada acarreta a precificação incorreta dos ativos, além da demora nos ajustes dos preços. Por outro lado, em mercados eficientes os preços dos ativos passariam sinais eficazes para a adequada alocação dos recursos, afinal, as informações seriam simétricas.

No que diz respeito à assimetria de informação no mercado de capitais, como medida para sua mensuração se deve atentar para alguns modelos, bem como algumas *proxies*. Dierkens (1991) aborda quatro proxies, são elas: (i) a volatilidade dos retornos acionários; (ii) os lucros anormais em torno dos resultados trimestrais da empresa; (iii) o número de anúncios públicos sobre a empresa e (iv) a intensidade de negociação. No Brasil, pesquisas como

Albanez e Valle (2009) e Martins e Paulo (2014) têm feito uso de *proxies* como a dispersão do retorno das ações, o fato de possuir *American Depository Receipt* (ADR) cotados na NYSE, de aderirem aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA e algumas medidas de micro estrutura de mercado.

Clarke e Shastri (2000) abordam três *proxies* em âmbito internacional para a assimetria de informação, são elas: (i) as previsões dos analistas, que possuem uma tendência a convergir com as informações disponibilizadas sobre o ativo; (ii) o conjunto de oportunidades de investimento da empresa, que demonstra o fato de que administradores de organização em crescimento têm maior conhecimento sobre as oportunidades de investimento que os investidores; e (iii) a microestrutura de mercado (como a *probability of informed trading*), por meio de pesquisas de processos e efeitos de negociação de ativos no mercado de capitais. Esta última *proxy* tem apresentado vantagens maiores, em relação às demais, pois possibilita a estimação da assimetria por meio de uma série temporal de dados mais curta em torno dos eventos de interesse.

## 2.1 PROXIES PARA A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

Para a realização deste estudo foram identificadas na literatura adjacente quatro *proxies* para representar a probabilidade de assimetria de informação na negociação das ações das empresas, a saber: retorno anormal, risco, volatilidade e índice *market-to-book*. De forma adicional, destacam-se duas variáveis de controle para se avaliar seus efeitos sobre a relação da estrutura de propriedade com a assimetria, que foram: emissão de ADR e governança corporativa.

A primeira *proxy* identificada foi o retorno anormal da ação, que pode representar a assimetria de informação existente em suas negociações, pois o excesso de retorno pode indicar a posse de informações privadas acerca da empresa (CLARKE; SHASTRI, 2000). Demsetz (1986) já observava que há razões para se acreditar que os portadores de informação privilegiada obtêm maiores retornos do que aqueles que detêm apenas as informações que estão publicamente disponíveis no mercado. Isto é ratificado por Dierkens (1991), que observa que a existência de retorno anormal é habitualmente relacionada à existência de assimetria de informação. No Brasil, Garcia (2002) destaca que esse retorno é frequentemente utilizado para compreender as distorções provocadas pela assimetria de informação.

O risco sistemático, representado pelo coeficiente Beta ( $\beta$ ), pode ser um indicativo de assimetria de informação, pois segundo Easley *et al.* (1996) a existência de maior assimetria de informação no mercado de capitais cria um novo tipo de risco sistemático. Em mercados desenvolvidos, onde há maior número de acionistas e maior proteção a esses acionistas, é razoável se esperar que a redução da concentração de propriedade reflita também em uma redução da assimetria de informação (ARMSTRONG *et al.*, 2011). Por outro lado, em mercados emergentes, Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) destacam que, quanto maior a concentração de propriedade, menor tende a ser o risco, pois tal risco torna mais cara a posse das ações da organização por parte da empresa.

A volatilidade reflete as flutuações do preço de uma ação no mercado e constitui uma informação dividida entre os gestores (*insiders*) e o mercado (*outsiders*), podendo vir a aumentar a incerteza sobre a empresa (DIERKENS, 1991). Segundo Clarke e Shastri (2000) a volatilidade residual dos retornos diários das ações é uma *proxy* comumente utilizada para medir a assimetria de informação. Isso é ratificado por Halov e Heider (2011) quando observam que a alta volatilidade indica um elevado custo de seleção adversa, implicando em maior assimetria de informação entre os investidores. Ainda, para esses autores, a utilização da volatilidade como medida de assimetria informacional se justifica pelo fato de o investidor

externo saber menos sobre os riscos de investimento de uma empresa se o valor da sua ação flutuar excessivamente antes de uma nova emissão de títulos.

O *market-to-book* é uma maneira de mensurar a assimetria da informação no mercado de capitais a partir da oportunidade de crescimento da empresa (CLARKE; SHASTRI, 2000). Isso é ratificado por Hand (2001) ao destacar que a variação proveniente da razão entre o valor de mercado e o valor contábil de uma empresa decorre do fato de o valor de mercado ser capaz de capturar expectativas futuras dos acionistas quanto aos investimentos realizados pela empresa ou em relação a outras informações que podem aumentar o retorno das ações no longo prazo, como suas oportunidades de crescimento. Assim, de acordo com Chen e Zhao (2006), o *market-to-book* é um indicador com função de medir as diversas oportunidades de crescimento das firmas, pois relaxa as premissas do  $Q$  de Tobin de que a informação no mercado de capitais é perfeita, além de armazenar a assimetria da informação do mercado mostrando a variação nas decisões de investimento para a maximização de valor.

No que se refere às variáveis de controle, foram identificadas duas variáveis que podem influenciar a relação da estrutura de propriedade com a assimetria de informação, que foram: emissão de ADR no mercado norte-americano e governança corporativa. Nesse sentido, essas variáveis são utilizadas neste estudo com a finalidade de controlar possíveis efeitos desses fenômenos sobre as relações estabelecidas.

Ao emitir e negociar *American Depository Receipt* (ADR) na *New York Stock Exchange* (NYSE), as empresas se submetem às regras do mercado dos Estados Unidos (EUA), tido como desenvolvido e que oferta maior proteção aos acionistas (ARMSTRONG *et al.*, 2011). Segundo Mendonça *et al.* (2010), a Lei Sarbanes-Oxley existente naquele mercado é refletida pelas empresas que emitem ADR, pois para haver negociação na NYSE as companhias brasileiras têm que seguir a legislação dos EUA. Assim, é razoável esperar que tais empresas apresentem maior proteção aos seus acionistas e que esse fenômeno afete a relação de sua estrutura de propriedade com a possível assimetria de informação existente.

A governança corporativa no Brasil tem ocupado importante papel ao proporcionar maior proteção aos acionistas das empresas, especialmente no que se refere ao aumento da transparência e minimização da assimetria de informação existente entre acionistas controladores e minoritários (VIEIRA; MENDES, 2006). Isso é ratificado por Terra e Lima (2006) ao observarem que em um ambiente de equilíbrio e informações simétricas a governança corporativa teria papel nulo. Por outro lado, ela é uma resposta à assimetria de informação existente. No Brasil, Almeida *et al.* (2008) relatam que a BM&FBOVESPA implantou níveis diferenciados de governança corporativa no sentido de proporcionar maior proteção aos acionistas e incentivar a participação de novos investidores no mercado, com medidas que oferecem maior participação no controle das firmas e menor concentração de sua propriedade. Por essa razão, é razoável esperar que essa variável afete de forma negativa a relação da estrutura de propriedade com a assimetria de informação.

### 2.3 CONSTRUÇÃO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

Na busca por identificar a possível relação da estrutura de propriedade e controle com a assimetria de informação foram estabelecidas três hipóteses de pesquisa a partir da literatura adjacente. Tais hipóteses têm como principal fundamento teórico a Teoria da Agência, que dá suporte à discussão sobre a variação dos conflitos de agência de acordo com a estrutura de propriedade da empresa e, que o agente (controlador) pode possuir informações que podem influenciar as decisões do principal (minoritário) (JENSEN; MECKLING, 1976). Isso é reforçado pelo argumento de Procianny (1995) de que esses conflitos podem emergir da diferença informacional existente entre acionistas controladores e minoritários. Nesse sentido, considerando as características do mercado brasileiro, classificado como emergente, apoia-se

em Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) para observar que a concentração de propriedade nesses mercados tende a estar relacionada de forma negativa à assimetria de informação, em resposta ao menor número de acionistas e à fraca proteção legal que eles possuem. Por isso, é pressuposta a primeira hipótese de pesquisa:

*H1:* Empresas que possuem maior concentração de propriedade apresentam indícios de menor assimetria de informação.

De forma similar, é razoável esperar que a concentração de controle possua uma relação negativa e significativa com a assimetria da informação. Uma vez em que há maior concentração de controle e o agente passa a ocupar destaque como principal (controlador), assumindo parcela significativa dos riscos da companhia, há tendência de redução dos conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976) e, conseqüentemente, da assimetria de informação. Nesse sentido, Denardin (2007) observa que no Brasil é comum o controle familiar ou compartilhado por poucos investidores, alinhados por meio de acordos de acionistas para a resolução de questões mais relevantes, e que os acionistas minoritários tendem a ser pouco ativos. Com isso, presume-se que:

*H2:* Empresas que possuem maior concentração de controle apresentam indícios de menor assimetria de informação.

Por último, a terceira hipótese sugere que a relação entre a estrutura de controle e a assimetria informacional seja mais evidente, em comparação à concentração de propriedade, pois de acordo com Campos (2006) as empresas de capital aberto no Brasil se caracterizam por grande concentração de controle, uma vez que sua pulverização de ações (de propriedade) é caracterizada pela emissão de ações preferenciais, que não dão direito de voto. Ainda, de acordo com Denardin (2007), essa classe de ação oferece maior proteção aos seus portadores contra os problemas de assimetria de informação, pois estão submetidas a regras de mercado mais rígidas. Por isso, conjectura-se a última hipótese de pesquisa deste estudo:

*H3:* A concentração de controle apresenta indícios de relação mais forte com a assimetria de informação do que a concentração de propriedade.

### **3 ASPECTOS METODOLÓGICOS**

#### **3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA**

Os dados para realização desta pesquisa foram coletados a partir do banco de dados da Economatica® para todas as empresas abertas que negociaram suas ações na Bolsa de Valores, Mercados e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), no período de 2008 e 2013. A escolha do período a partir do ano de 2008 se deu por conta da mudança do padrão contábil brasileiro ao padrão internacional das *International Financial Reporting Standards* (IFRS), com o advento da Lei Nº 11.638/2007, que alterou a estrutura das demonstrações contábeis, o que poderia afetar a estimativa de algumas variáveis explicativas, como o *market-to-book*.

Na sua amostra foram mantidas apenas as empresas que possuíam informações disponíveis sobre todas as variáveis econômico-financeiras investigadas, além de estarem classificadas como ativas na bolsa. Essa segregação foi necessária devido à organização do painel de dados para análise. Ainda, para as firmas que possuíam mais de uma classe de ação sendo negociada foi considerada apenas 1 (uma) classe por empresa, sendo selecionada aquela



com maior liquidez (seja ON ou PN). Dessa forma, a Tabela 1 demonstra quantas empresas foram retiradas da amostra por não possuírem informações necessárias.

**Tabela 1 – Amostra das companhias que negociavam ações na BM&FBOVESPA. 2013.**

| Critérios                            | Nº de Empresas | %           |
|--------------------------------------|----------------|-------------|
| Empresas ativas                      | 370            | 100,0       |
| Empresas com ausência de informações | 144            | 38,9        |
| <b>Amostra Final</b>                 | <b>226</b>     | <b>61,1</b> |

Fonte: dados da pesquisa.

### 3.2 VARIÁVEIS PARA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE

As variáveis para “estrutura de propriedade” e “estrutura de controle” foram coletadas a partir do Economatica®, sendo observada a média anual do percentual total de ações totais (ordinárias e preferenciais) para a concentração de propriedade e do percentual total de ações ordinárias (com direito de voto) para a concentração de controle. Essas variáveis foram obtidas para o maior, os 3 (três) maiores e os 5 (cinco) maiores acionistas, de forma semelhante a Campos (2006), representando a concentração percentual de ações por cada um desses grupos. Dessa forma, as variáveis dependentes dos seis modelos de regressão desta análise foram representadas pelas variáveis “estrutura de propriedade” e “estrutura de controle”, para os grupos de um, três e cinco maiores investidores.

### 3.3 ESTIMATIVAS DAS PROXIES E VARIÁVEIS DE CONTROLE

#### a) RETORNO ANORMAL DA AÇÃO

O retorno anormal ajustado ao mercado representa o excesso de retorno esperado, por meio da distinção entre o retorno da ação e o retorno da carteira de mercado do período, representado pela carteira teórica do Índice Bovespa (Ibovespa). Dessa forma, o retorno anormal foi determinado conforme Brown e Warner (1985), de acordo com a Equação 1.

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

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

#### b) RISCO

O risco sistemático foi representado neste estudo pelo coeficiente Beta ( $\beta$ ) das empresas, estimado de acordo com a Equação 2.

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

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

### c) VOLATILIDADE

A volatilidade reflete a variação nos preços das ações, que é definida pelo risco de mercado e pelo desvio-padrão dos retornos contínuos das ações. Ela foi calculada por meio da Equação 3.

$$Volat_{it} = \sqrt{\frac{\sum (S_i - S_m)^2}{n \times PPA}} \quad (3)$$

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

### d) MARKET-TO-BOOK

O índice *market-to-book* foi determinado a partir da Equação 4.

$$MB_{it} = \frac{VM_{it}}{AT_{it}} \quad (4)$$

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

### e) EMISSÃO DE AMERICAN DEPOSITORY RECEIPT (ADR)

A primeira variável de controle identificada foi a exposição às regras de um mercado desenvolvido, cuja proteção aos acionistas é maior que o mercado brasileiro, que neste estudo foi representado pelo mercado dos Estados Unidos (BYUN; HWANG; LEE, 2011). Com base nisso, considerou-se que a exposição a regras mais rígidas pode afetar a relação da estrutura de propriedade com a assimetria de informação (ARMSTRONG *et al.*, 2011). Por isso, foram identificadas as empresas listadas na BM&FBOVESPA que também negociavam títulos na NYSE e se criou uma variável de controle que assumiu valor 1 quando a empresa possuía ADR negociado na NYSE e 0 nos demais casos.

### f) GOVERNANÇA CORPORATIVA

O segundo controle adotado foi a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa da BM&FBOVESPA, que representam maior proteção aos acionistas (MARTINS; PAULO, 2014). Assim, pressupondo-se que a adoção dessas práticas afeta negativamente a relação da estrutura de propriedade com a assimetria, foi criada uma variável *dummy* para categorizar as companhias com maior nível de governança (Novo Mercado), atribuindo-se valor 1 para essas companhias e 0 aos demais casos.

## 3.4 MODELO ECONOMETRICO

Neste trabalho foram utilizados modelos de regressão múltipla, com dados em painel. Suas variáveis dependentes foram as concentrações de ações no maior, três e cinco maiores acionistas, respectivamente, e suas variáveis independentes forma as *proxies* de assimetria de

informação, sendo o retorno anormal, o beta, a volatilidade e o *market-to-book*, e as variáveis de controle governança corporativa e tamanho da empresa.

Além dos dados serem organizados em painel, foram utilizados os testes de *Breusch-Pagan* para decidir entre estimação por *pooled* ou efeitos aleatórios, de *Chow* para decidir por *pooled* ou efeitos fixos, e de *Hausman* para decidir por efeitos fixos ou aleatórios. Após a realização desses testes, verificou-se que a estimação por *pooled* era a mais consistente.

Sendo assim, como as variáveis dependentes são probabilidades, isto é, não variam de  $-\infty$  a  $+\infty$ , sendo truncadas [0%, 100%], optou-se por utilizar o modelo Tobit estimado por máxima verossimilhança. Segundo Tobin (1958), nem a regressão linear multivariada nem o modelo Probit são adequados em situações em que a variável dependente é censurada. Isso é reforçado por Amemiya (1984) que destaca que o modelo Tobit é similar à regressão pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), mas assume uma distribuição normal truncada ou censurada, tornando-se um eficiente método para estimar a relação entre uma variável dependente truncada ou censurada e outras variáveis explicativas, pois usa todas as informações em sua estimativa, incluindo aquela referente à censura, fornecendo parâmetros consistentes. Isso é reforçado por Long (1997), que alerta que a estimação de uma regressão com variável dependente truncada não pode utilizar o método MQO, uma vez que os parâmetros extraídos podem ser tendenciosos e inconsistentes. Com base nisso, o modelo estimado neste estudo teve como base a Equação 1.

$$EST_{it} = \alpha_0 - \alpha_1 AI_{it} - \alpha_2 CON_{it} + \alpha_3 AI_{it} \times CON_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que  $EST_{it}$  é a variável dependente estrutura de propriedade e de controle da empresa  $i$  no ano  $t$ , representada pela concentração de ações totais ou apenas ordinárias,  $AI_{it}$  representa as *proxies* de assimetria de informação da empresa  $i$  no ano  $t$ ,  $CON_{it}$  é a variável de controle da empresa  $i$  no ano  $t$ , representada pela emissão de ADR ou pela participação no segmento Novo Mercado de governança corporativa,  $\alpha_{0...n}$  são os parâmetros do modelo e  $\varepsilon_{it}$  seu termo de erro.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nessa seção são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis analisadas e os resultados das estimações das regressões, em que no primeiro momento a análise se refere à relação entre a concentração de propriedade do maior, dos 3 (três) maiores e dos 5 (maiores) acionistas, em termos de ações totais (ordinárias e preferenciais) e, em seguida, são enfatizadas as relações entre a concentração de controle do maior, dos 3 (três) maiores e dos 5 (maiores) controladores, considerando apenas as ações ordinárias possuídas.

No que se refere às variáveis de concentração de propriedade, verifica-se a média de ações totais nas mãos dos principais acionistas das empresas analisadas no período de 2008 a 2013 foi de 43,77%. O desvio-padrão dessa variável foi de cerca de 20,54%, indicando que as empresas ainda apresentam diferentes estruturas de propriedade. Quanto ao controle, a média do maior acionista foi de 53,52%, com desvio-padrão de 22,79%, conforme Tabela 2. Com isso se pode observar que a concentração de controle no Brasil ainda é mais acentuada do que a concentração de propriedade, como observado por Caixe e Krauter (2013). Tais percentuais, todavia, são menores do que aqueles observado por Campos (2006) há cerca de uma década, o que pode sugerir que no mercado brasileiro tem havido uma redução dessas concentrações.

**Tabela 2 – Estatísticas descritivas das variáveis analisadas. 2008-2013.**

| <b>Variável</b>        | <b>Média</b> | <b>Mediana</b> | <b>Desvio</b> | <b>Mínimo</b> | <b>Máximo</b> |
|------------------------|--------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Maior Propriedade      | 43,77        | 37,91          | 20,54         | 3,38          | 100,00        |
| 3 Maiores Propriedades | 62,29        | 62,35          | 18,61         | 3,38          | 100,00        |
| 5 Maiores Propriedades | 67,61        | 69,00          | 17,01         | 3,38          | 100,00        |
| Maior Controle         | 53,52        | 51,70          | 22,79         | 4,37          | 100,00        |
| 3 Maiores Controles    | 72,06        | 75,07          | 19,52         | 4,37          | 100,00        |
| 5 Maiores Controles    | 76,53        | 79,27          | 17,43         | 4,37          | 100,00        |
| Retorno Anormal        | 8,18         | 4,61           | 35,96         | -131,06       | 1.193,61      |
| Volatilidade           | 47,29        | 37,38          | 19,73         | 15,28         | 655,16        |
| Beta                   | 0,62         | 0,56           | 0,27          | -0,42         | 3,55          |
| <i>Market-To-Book</i>  | 15,09        | 0,43           | 28,48         | 0,00          | 29.544,00     |

Fonte: dados da pesquisa.

Em se tratando da relação da estrutura de propriedade e controle com a assimetria de informação, foram analisados também os efeitos das variáveis de controle *American Depository Receipts* (ADR) e governança corporativa (GC) sobre essas relações. Primeiro, no que se refere à propriedade, a partir da concentração de ações totais, sejam ordinárias (ON) ou preferenciais (PN). Para isso, foram estimados 6 (seis) modelos Tobit, apresentados na Tabela 3, os quais podem ser considerados globalmente válidos, visto que o qui-quadrado ( $\chi^2$ ) da razão de verossimilhança de cada modelo foi estatisticamente significativa.

No que se refere aos modelos com controle para emissão de ADR, verifica-se que, para empresas que não emitiram ADR a relação da estrutura de propriedade com a assimetria de informação foi negativa e significativa apenas com o Beta de risco (Maior = -10,694; 3Maiores = -16,032 e 5Maiores = -16,546). Isto sugere que para essas companhias a concentração pode indicar redução da assimetria. Por outro lado, foi possível observar uma relação positiva e significativa com o *market-to-book* (cujos coeficientes são Maior = 0,597; 3Maiores = 0,274 e 5Maiores = 0,165). O resultado para esta *proxy* foi inesperado. Todavia, ressalta-se que ela é fundamentalmente dependente do desempenho do mercado, por utilizar o valor de mercado das empresas como numerador. O período analisado neste estudo engloba uma parte do chamado período pós crise financeira de 2008/2009, no qual o mercado brasileiro apresentou uma desaceleração dos negócios realizados, a julgar pela redução da pontuação do Índice Bovespa (Ibovespa) de 69.304 pontos no final do ano 2010 a 51.507 pontos no final de 2013. Isso pode ter influenciado o *market-to-book* médio das empresas e, conseqüentemente, a relação da estrutura de propriedade com ele. A Tabela 3 apresenta as estatísticas dos modelos.

**Tabela 3 - Regressões da estrutura de propriedade com as *proxies* da assimetria de informação. 2008-2013.**

| Variáveis/Coefficientes  | Maior      |            | 3Majores   |            | 5Majores   |            |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                          | ADR        | Governança | ADR        | Governança | ADR        | Governança |
| Constante                | 42,197***  | 45,511***  | 63,054***  | 68,982***  | 69,648***  | 75,404***  |
| Retorno Anormal          | 0,003      | -0,002     | 0,008      | 0,014      | 0,012      | 0,022      |
| Beta                     | -10,694*** | -10,973*** | -16,032*** | -19,301*** | -16,546*** | -20,886*** |
| Volatilidade             | -0,003     | -0,020*    | -0,005     | -0,032**   | -0,015     | -0,040***  |
| Market-to-Book           | 0,597***   | 0,721***   | 0,274*     | 0,400***   | 0,165***   | 0,303***   |
| D <sub>ADR</sub>         | -9,692**   |            | -9,462***  |            | -11,125*** |            |
| D <sub>ADR</sub> x RA    | -0,015     |            | -0,012     |            | -0,007     |            |
| D <sub>ADR</sub> x Beta  | 2,188      |            | 4,774      |            | 4,205      |            |
| D <sub>ADR</sub> x Volat | 0,206**    |            | 0,161***   |            | 0,178***   |            |
| D <sub>ADR</sub> x MB    | 1,469      |            | 1,286      |            | 0,801      |            |
| D <sub>GC</sub>          |            | -7,784**   |            | -13,412*** |            | -13,699*** |
| D <sub>GC</sub> x RA     |            | 0,024      |            | 0,007      |            | 0,001      |
| D <sub>GC</sub> x Beta   |            | 2,318      |            | 7,177*     |            | 6,909*     |
| D <sub>GC</sub> x Volat  |            | 0,134**    |            | 0,186***   |            | 0,212***   |
| D <sub>GC</sub> x MB     |            | -2,737***  |            | -2,617***  |            | -2,772***  |
| Qui-Quadrado             | 49,202***  | 78,088***  | 75,840***  | 128,455*** | 99,412***  | 153,576*** |
| Log Verossimilhança      | -4234,446  | -4224,462  | -4179,007  | -4157,242  | -4126,534  | -4098,934  |
| Critério de Schwarz      | 8544,543   | 8524,575   | 8433,664   | 8390,134   | 8328,717   | 8273,519   |
| Critério de Akaike       | 8490,893   | 8470,925   | 8380,014   | 8336,483   | 8275,067   | 8219,869   |

Notas: Em que D<sub>ADR</sub> é a *dummy* para empresa que negocia *American Depository Receipt* (ADR) na bolsa de Nova Iorque; D<sub>GC</sub> é a *dummy* para listagem no Novo Mercado de governança corporativa; RA é o retorno anormal; Volat é a volatilidade das ações; Beta é o risco sistemático do mercado; MB é o índice *market-to-book*; \* é significante a 10%; \*\* é significante a 5% e \*\*\* é significante a 1%.

Fonte: dados da pesquisa.

Com referência às relações nas empresas que emitiram ADR, representadas pelas interações entre a *dummy* para ADR e as *proxies* para assimetria, nota-se que a *dummy* (D<sub>ADR</sub>) teve efeito negativo e significativo nos três modelos com ADR (Maior = -9,692; 3Majores = -9,462 e 5Majores = -11,125), ratificando Armstrong *et al.* (2011) no sentido de que a exposição às regras mais rígidas do mercado norte-americano afeta a relação da estrutura de propriedade com a assimetria de informação. Como consequência, a volatilidade passou a apresentar relação positiva e significativa (Maior = 0,206; 3Majores = 0,161 e 5Majores = 0,178), indicando que para essas empresas o crescimento da concentração de propriedade tende a estar relacionado com o aumento da assimetria de informação. As demais variáveis dos modelos com controle para emissão de ADR não apresentaram significância estatística e por essa razão não foram objeto de análise.

Quanto aos modelos estimados com controle para a listagem em segmentos diferenciados de governança corporativa, percebe-se que, entre as empresas fora do segmento Novo Mercado, apresentaram relação negativa e significativa com a estrutura de propriedade as *proxies* Beta (Maior = -10,973; 3Majores = -19,301 e 5Majores = -20,886) e Volatilidade (Maior = -0,020; 3Majores = -0,032 e 5Majores = -0,040). Assim como o observado para o Beta nas empresas que não emitiram ADR, estes resultados ratificam o pressuposto de que em mercados emergentes a concentração de propriedade tende a estar relacionada de forma negativa à assimetria de informação (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA; 1999), pelo menos para as empresas componentes da amostra deste estudo. Por outro lado, assim como nos modelos anteriores, o *market-to-book* apresentou relação positiva e significativa, e que pode estar ligado à desaceleração do mercado brasileiro nesse período.

Com relação às empresas que estavam listadas no segmento Novo Mercado, nota-se que a governança corporativa teve seu efeito negativo e significativo confirmado (Maior = -7,784; 3Majores = -13,412 e 5Majores = -13,699). Com isso, verifica-se que as práticas diferenciadas de governança representam um ambiente de maior proteção ao acionista, como observado por Martins e Paulo (2014), e que nesse ambiente a redução da concentração de

propriedade tende a reduzir a assimetria de informação, pois as relações dessa concentração com a assimetria passou a ser positiva e significativa para as proxies Beta e Volatilidade, ratificando Armstrong *et al.* (2011). Por outro lado, o *market-to-book* passa a ter relação negativa entre essas companhias, com base na mesma justificativa apresentada anteriormente. As demais variáveis dos modelos com controle de governança não apresentaram relações estatisticamente significantes e por essa razão não foram analisados.

Isto sugere que a governança corporativa das empresas influencia a relação entre sua concentração de ações e a assimetria de informação em sua negociação, em consonância com Vieira e Mendes (2006) e Terra e Lima (2006). É intuitiva a conclusão de que a governança corporativa é determinante da estrutura de propriedade (SILVEIRA, 2004). Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2007) utilizaram variáveis *dummies* para verificar a presença de menor ou maior assimetria da informação, representadas pela adesão nos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA, verificando que a governança exige das firmas maior divulgação de informações, minimizando a assimetria. Neste estudo, entre as empresas listadas no Novo Mercado, a concentração de propriedade apresentou relação positiva com a assimetria de informação, assim como observado por Byun, Hwang e Lee (2011) em mercados com maior proteção aos acionistas, enquanto que entre as empresas que estão fora desse segmento a concentração de propriedade tende a reduzir a assimetria (TERRA; LIMA, 2006), haja vista que a concentração de propriedade dos acionistas passa a ser uma resposta à fraca proteção legal que possuem (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999), o que reduz também os conflitos de agência entre gestores e proprietários (JENSEN; MECKLING, 1976).

Na Tabela 4 são apresentadas as relações da estrutura de controle com a assimetria. Os modelos Tobit podem ser considerados globalmente válidos, visto que o qui-quadrado ( $\chi^2$ ) da razão de verossimilhança de cada um foi estatisticamente significativo. Estes modelos tiveram como variável dependente apenas o percentual de ações ordinárias (ON) detidas pelos principais investidores. Considerando os modelos com controle de emissão de ADR, entre as empresas que não emitiram ADR a concentração de ações ON apresentou relação negativa e significativa com o Beta (cujos coeficientes são Maior = -7,115; 3Majores = -8,881 e 5Majores = -8,812) e a Volatilidade (3Majores = -0,061 e 5Majores = -0,064). De forma semelhante aos modelos anteriores, o *market-to-book* apresentou relação positiva com a concentração de ações apenas do maior acionista (0,283). As demais variáveis não apresentaram significância, em especial a variável de controle para emissão de ADR, que não apresentou efeito significativo sobre as relações analisadas.

**Tabela 4 - Regressões da estrutura de controle com as *proxies* da assimetria de informação. 2008-2013.**

| Variáveis/Coefficientes  | Maior     |            | 3Majores  |            | 5Majores  |            |
|--------------------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|
|                          | ADR       | Governança | ADR       | Governança | ADR       | Governança |
| Constante                | 49,082*** | 64,751***  | 67,969*** | 85,724***  | 73,632*** | 89,734***  |
| Retorno Anormal          | -0,022    | -0,039*    | -0,013    | -0,013     | -0,008    | -0,005     |
| Beta                     | -7,115**  | -3,240     | -8,881*** | -6,242**   | -8,812*** | -6,529***  |
| Volatilidade             | 0,016     | -0,054***  | 0,021     | -0,061***  | 0,012     | -0,064***  |
| <i>Market-to-Book</i>    | 0,283*    | 0,303***   | -0,039    | -0,014     | -0,126    | -0,082***  |
| D <sub>ADR</sub>         | 1,782     |            | 6,210     |            | 3,714     |            |
| D <sub>ADR</sub> x RA    | 0,009     |            | 0,011     |            | 0,012     |            |
| D <sub>ADR</sub> x Beta  | -0,952    |            | -1,293    |            | -1,673    |            |
| D <sub>ADR</sub> x Volat | 0,056     |            | -0,0368   |            | -0,0156   |            |
| D <sub>ADR</sub> x MB    | -1,460    |            | -1,908    |            | -2,085    |            |
| D <sub>GC</sub>          |           | -27,016*** |           | -30,149*** |           | -28,024    |
| D <sub>GC</sub> x RA     |           | 0,061**    |           | 0,034      |           | 0,029      |
| D <sub>GC</sub> x Beta   |           | -5,412     |           | -5,882     |           | -7,447     |
| D <sub>GC</sub> x Volat  |           | 0,170***   |           | 0,217***   |           | 0,238***   |
| D <sub>GC</sub> x MB     |           | -2,328***  |           | -2,212***  |           | -2,396***  |
| Qui-Quadrado             | 19,367*   | 422,315*** | 20,835**  | 568,957*** | 26,802**  | 633,057*** |
| Log Verossimilhança      | -4488,231 | -4347,486  | -4384,034 | -4170,407  | -4304,279 | -4076,245  |
| Critério de Schwarz      | 9052,100  | 8770,612   | 8843,707  | 8416,452   | 8684,198  | 8228,128   |
| Critério de Akaike       | 8998,461  | 8716,973   | 8790,068  | 8362,813   | 8630,559  | 8174,489   |

Notas: Em que D<sub>ADR</sub> é a *dummy* para empresa que negocia *American Depository Receipts* (ADR) na bolsa de Nova Iorque; D<sub>GC</sub> é a *dummy* para listagem no Novo Mercado de governança corporativa; RA é o retorno anormal; Volat é a volatilidade das ações; Beta é o risco sistemático do mercado; MB é o índice *market-to-book*; \* é significante a 10%; \*\* é significante a 5% e \*\*\* é significante a 1%.

Fonte: dados da pesquisa.

Em se tratando dos modelos com controle para governança, nota-se que entre as empresas que não estão no Novo Mercado há relação negativa e significativa com o Retorno Anormal (Maior = -0,039), o Beta (3Majores = -6,242 e 5Majores = -6,529) e a Volatilidade (Maior = -0,054; 3Majores = -0,061 e 5Majores = -0,064). Esses resultados ratificam Denardin (2007), no sentido de que no Brasil é comum o controle familiar das empresas, compartilhado por poucos investidores, o que tende a reduzir os conflitos de agência e, por conseguinte, a assimetria de informação. O *market-to-book*, por sua vez, continua com relação positiva. Já a variável de controle para governança foi negativa e significativa (Maior = -27,016; 3Majores = -30,149 e 5Majores = -28,024), invertendo as relações com o Retorno Anormal (Maior = 0,061), a Volatilidade (Maior = 0,170; 3Majores = 0,217 e 5Majores = 0,238) e o *market-to-book* (Maior = -2,238; 3Majores = -2,212 e 5Majores = -2,396). Assim, percebe-se que entre as empresas listadas no Novo Mercado a assimetria de informação tende a reduzir com a pulverização do controle das empresas, como observado por Byun, Hwang e Lee (2011), já entre as empresas não listadas nesse segmento, a assimetria tende a diminuir com a concentração de controle, ratificando Terra e Lima (2006).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou verificar a relação da estrutura de propriedade e controle das empresas com a assimetria da informação existente nas negociações de suas ações. No tocante às hipóteses de pesquisa, a primeira hipótese (H1) sugeriu que empresas possuem maior concentração de propriedade apresentam indícios de menor assimetria de informação, o que pode ser verificado para empresas que não emitiram ADR e não estavam listadas no Novo Mercado. Entre essas empresas a concentração de propriedade esteve relacionada com a redução assimetria de informação, o que pode estar relacionado com a característica do mercado brasileiro de possuir alta concentração e forte presença de controle familiar ou

compartilhado (DENARDIN, 2007). Assim  $H1$  não pode ser rejeitada para esse grupo de companhias.

Por outro lado, entre as empresas que emitiram ADR ou que estavam listadas no Novo Mercado, a concentração de ações esteve relacionada positivamente com a assimetria de informação. Entre essas empresas, que normalmente oferecem maior proteção legal aos seus acionistas, devido às regras adicionais que seguem, a pulverização das ações tende a reduzir a assimetria, de forma semelhante aos mercados desenvolvidos (BYUN; HWANG; LEE, 2011). Assim, para essas empresas  $H1$  pode ser rejeitada.

Em se tratando da segunda hipótese ( $H2$ ), que pressupôs que as firmas que possuem maior concentração de controle apresentam indícios de menor assimetria de informação, de forma semelhante a  $H1$  se pode verificar que há resultados diferentes para empresas que não emitem ADR e não estão listadas no Novo Mercado, e empresas que emitem ADR ou estão listadas no Novo Mercado. Assim, para o primeiro grupo houve indícios de redução de assimetria com a concentração de ações, em que  $H2$  não pode ser rejeitada. Já para empresas com ADR ou no Novo Mercado, a concentração de controle tende a aumentar a assimetria, logo,  $H2$  pode ser rejeitada.

A última hipótese ( $H3$ ) indicou que a assimetria de informação apresentaria indícios de relação mais forte com a concentração de controle do que com a concentração de propriedade. Na análise com a concentração de propriedade, a variável Retorno Anormal não apresentou relação significativa em nenhum caso. Já no modelo com a concentração de controle todas as variáveis apresentaram pelo menos uma relação significativa. Dessa forma, observa-se que  $H3$  não pode ser rejeitada. Com isso, as principais conclusões e contribuições deste estudo dizem respeito às evidências da relação da estrutura de propriedade e controle com assimetria de informação, identificando-se que entre as empresas analisadas o ADR e a governança corporativa apresentaram significativas influências, uma vez que oferecem maior proteção aos seus acionistas.

Por fim, atenta-se para as principais limitações deste estudo, como o fato de ter analisado uma amostra limitada de empresas da BM&FBOVESPA, entre o período de 2008 e 2013. Ainda, as *proxies* adotadas para a identificação da assimetria de informação, não mensurável diretamente, que apesar de suas escolhas terem se pautado na literatura adjacente, apenas representam uma parte da realidade em questão. Por isso, seus resultados não devem ser generalizados. Não obstante, destaca-se que tais limitações não invalidam o estudo.

## REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. The Market for “Lemons”: Quality and the Market Mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, n. 84, p. 488-500, 1970.

ALBANEZ, T; VALLE, M. R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileira. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 6-27, set./dez. 2009.

ALMEIDA, J. C. G. *et al.* Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 2, n. 2, p. 118-131 jan./abr. 2008.

AMEMIYA, T. Tobit models: a survey. **Journal of Econometrics**, v. 24, n. 1-2, p. 3-61, 1984.



ARMSTRONG, C. S.; CORE, J. E.; TAYLOR, D. J.; VERRECCHIA, R. E. When does information asymmetry affect the cost of capital? **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 1, p. 1-40, 2011.

BALASSIANO, M. G. **Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores**. 2012. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Using Daily Stock Returns: The case of event studies. **Journal of Financial Economics**, v. 14, p. 3-31, Set. 1985.

BYUN, H. Y.; HWANG, L. S.; LEE, W. J. How does ownership concentration exacerbate information asymmetry among equity investors? **Pacific-basin Finance Journal**, v. 19, n. 5, p. 511-534, 2011.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração da USP**, v. 41, n. 4, p. 369-380, out./nov./dez. 2006.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, maio/ago. 2013.

CHAGANTI, P.; WOOD, R. A. Corporate social responsibility and financial performance. **Academy of Management Journal**, New York, v. 27, 1984.

CHEN, L.; ZHAO, X. On the Relation between the Market-to-Book Ratio, Growth Opportunity, and Leverage Ratio. **Working paper series**, 2006.

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H. Corporate governance in Asia: a survey. **International Review of Finance**, v. 3, n. 2, p. 71-103. 2002.

CLARKE, J.; SHASTRI, K. On information asymmetry metrics. **Working Paper**, Nov, 2000.

COUTINHO, E. S. AMARAL, H. F. BERTUCCI, L. A. O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas Brasil. **Revista de Administração da USP**, v. 41, n. 2, p.197-207, abr./maio/jun. 2006.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

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) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.

- DEMSETZ, H. The market for corporate control: corporate control, insider trading, and rates return. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 313-316, 1986.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177. Dec. 1985.
- DIERKENS, N. Information asymmetry and equity issues. **Journal of financial and Quantitative Analyses**, v. 26, n. 2, p. 181-199, 1991.
- EASLEY, D.; KIEFER, N. M.; O'HARA, M.; PAPERMAN, J. B. Liquidity, information and infrequently tradet stocks. **The Journal of Finance**, v. 51, n. 4, p. 1405-1436, 1996.
- FAMA, E. F. The behavioral of stock-markets prices. **The Journal of Business**, v. 38, n. 1, p. 34-105, 1965.
- GARCIA, F. G. **Verificação da existência de assimetria da informação no processo de emissão de ações no mercado brasileiro**. 2002. 44f. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2002.
- HALOV, N.; HEIDER, F. Capital structure, risk and asymmetric information. **Quarterly Journal of Finance**, v. 1, n. 4, p. 767-809, 2011.
- HIMMELBERG, C.; HUBBARD, G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, p. 353-384, 1999.
- IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de Informações e Pagamento de Proventos na Bovespa. **MPRA Paper**, n. 1673, nov. 2007.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. .6, p.1113-1155, 1998.
- LONG, J. S. **Regression models for categorical and limited dependent variables**: advanced quantitative techniques in the social sciences. Thousand Oaks: Sage Publications, 1997.
- MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 64, p. 33-45, jan./abr. 2014.
- MENDONÇA, M. M.; COSTA, F.M.; GALDI, F.C.; FUNCHAL, B. O impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADRs. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 21, n. 52, janeiro/abril, 2010.
- OKIMURA, R.T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120f. Dissertação (Mestrado em Administração)

– Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PINDYCK, R. S; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. 5. ed. Tradução e revisão técnica: Professor Eleutário Prado. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

PROCIANOY, J. L. Os conflitos de agencia entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: Evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989. RAC. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, n. 2, p. 193-212, maio/ago. 1995.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **RAE**, v. 48, n. 2, p. 51-66, abr./jun. 2008.

SMITH, A. **The Wealth of Nations**. Blackstone Audio, 1989.

TERRA, P. R. S; LIMA, J. B. N. Governança corporativa e a relação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. 42, p. 35-49, dez. 2006.

TOBIN, J. Estimation of relationship for limited dependent variable. **Econometrica**, v. 26, n.1, p. 24-36, 1958.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Organizações em Contexto**, ano 2, n. 3, p. 48-67, jun. 2006.

YOUNG, M. N.; PENG, M. W.; AHLSTROM, D.; BRUTON, G. D.; JIANG, Yi. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, jan. 2008.