

Área Temática: Finanças

Título: IMPACTO DAS IFRS NA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO EVIDENCIADA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

AUTORES

CELSO VIEIRA DE REZENDE

Universidade Federal de Uberlândia
cvrezende@hotmail.com

NEIRILAINÉ SILVA DE ALMEIDA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
neiresa@gmail.com

SIRLEI LEMES

sirlemes@uol.com.br

RESUMO

A assimetria informacional afeta o desempenho do mercado ao provocar o aumento nos custos de transação e a redução na liquidez dos títulos. Nesse cenário, as empresas brasileiras passaram a elaborar as suas demonstrações financeiras de acordo com as *International Financial Reporting Standard* (IFRS), padrão contábil de adoção obrigatória a partir de 2010, visando melhorar a qualidade das informações financeiras. Assim, este estudo tem o objetivo de verificar os impactos da adoção destas normas na assimetria de informação no mercado de capitais brasileiro por meio de uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa e usando um levantamento de dados das empresas pertencentes ao Índice Bovespa (IBOVESPA) no período de 2008 a 2011. Utilizou-se regressão linear para verificar se a variação no *spread* de compra e venda era explicada pelas variáveis: nível de Governança Corporativa; a divulgação de informações em consonância com as IFRS; a negociação de *American Depositary Receipt* (ADR) na *New York Stock Exchange* (NYSE) e a classificação como empresa *Blue Chips*. Verificou-se que apenas a adoção obrigatória das IFRS e o fato de a empresa ser considerada uma *Blue Chips* estavam relacionados com a redução da assimetria de informação nas empresas brasileiras abordadas na pesquisa.

Palavras-chave: IFRS. Governança Corporativa. Assimetria de informação.

ABSTRACT

The information asymmetry affects the performance of the market because it increases transaction costs and reduces securities' liquidity. Thus, Brazilian companies started to prepare their financial statements according to IFRS (International Financial Reporting Standard), which is a set of accounting standards that aims to improve the quality of financial information. In Brazil, IFRS' financial reporting standards became mandatory in 2010. This study seeks to verify the effects of these standards on information asymmetry in the Brazilian capital market. To achieve its purpose, a descriptive research, with quantitative approach, was employed, through a data survey of companies listed on Bovespa Index (IBOVESPA) from 2008 to 2011. Linear Regression were used to verify if the variation of the bid-ask spread was explained by variables such as, level of corporate governance, information disclosure in accordance with IFRS, ADR trading on the NYSE and the classification as a Blue Chips

company. The results indicate that only the mandatory adoption of IFRS and the fact that the company is classified as a Blue Chips were related to the reduction of information asymmetry in Brazilian companies covered in the survey.

Keywords: IFRS. Corporate Governance. Information Asymmetry.

1 INTRODUÇÃO

Com o desenvolvimento de um ambiente empresarial cada vez mais competitivo, dinâmico e mutável a obtenção de informações tempestivas e confiáveis, que auxiliem nas decisões organizacionais, tornou-se uma meta primordial. Nesse cenário, em que a falta de informações relevantes é prejudicial aos agentes envolvidos no mercado, é propício à abordagem dos efeitos da assimetria informacional. Tal assimetria consiste na existência de um desequilíbrio na aquisição de informações, pelos envolvidos em determinada negociação comercial, que, além de ferir a igualdade das partes na operação, pode impactar significativamente o funcionamento do mercado (SCHETTINO, 2006; BRESSAN e BRESSAN, 2008; PIMENTA, 2008).

Pinto Júnior e Pires (2000) discorrem que em mercados que contemplam a disponibilização de informações de forma assimétrica, existe espaço para o comportamento oportunista, por parte dos agentes que detêm as informações mais abrangentes e relevantes sobre determinada transação. Tal afirmação suscita a necessidade da atenuação da assimetria informacional.

De fato, o acesso às informações é relevante para o sucesso da captação e aplicação de recursos no mercado. Assim, a melhor evidenciação contábil é um requisito necessário para suprir as necessidades dos usuários externos e atenuar a assimetria de informação entre os administradores de recursos e os investidores (OLIVEIRA e LEMES, 2010).

Em função disso alguns países, inclusive no Brasil, adotaram práticas de Governança Corporativa (GC) que auxiliam na atenuação de tal problema. Alguns esforços como os oriundos da Bolsa de Mercadorias & Futuros e da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&F Bovespa), com a criação de níveis diferenciados de negociação para as empresas que se comprometem a seguir as melhores práticas de GC e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), com a divulgação de um código que norteia tais práticas, são exemplos do interesse do país na transparência, confiabilidade e qualidade das informações.

A partir desses esforços, algumas empresas aumentaram a sua preocupação com a melhor disponibilização de suas informações. A negociação de títulos no exterior, por intermédio dos *American Depositary Receipt* (ADR) é outro fator que amplia a transparência e melhora a qualidade das informações das empresas, em função das exigências de órgãos como a *Securities and Exchange Commission* (LIMA *et al*, 2008).

Ademais, a pressão para a divulgação de maiores informações por parte das empresas consideradas *Blue Chips* é crescente. Isso pode ser explicado pelo fato de as ações das referidas organizações se destacarem no que diz respeito à atenção dos investidores, assim como a quantidade de negociações e de abordagens na mídia e nos ambientes de negócios (SOUZA e ROJO, 2010).

No mesmo sentido, para o Ernst & Young e a FIPECAFI (2011), a adoção das *International Financial Reporting Standard* (IFRS) também pode contribuir com essa questão, uma vez que tal conjunto de regras prioriza a busca pela mensuração da realidade econômica das entidades e exige o aumento da qualidade das informações divulgadas, fato que coopera com a redução da assimetria informacional existente entre a empresa e os usuários de suas informações.

No contexto brasileiro a criação do Comitê dos Pronunciamentos Contábeis (CPC) e as mudanças na Lei das Sociedades por Ações provenientes da promulgação da Lei 11.638/07 e da Lei 11.941/09 foram passos significativos para que o país entrasse, efetivamente, no processo de convergência internacional.

Como resultado, em 2010, as empresas brasileiras passaram a seguir o padrão internacional de contabilidade, por meio da utilização de pronunciamentos convergentes às IFRS. As referidas Normas Internacionais de Contabilidade são emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) e visam à promoção de relatórios contábeis que sejam confiáveis, transparentes, comparáveis e que priorizem o atendimento das necessidades dos usuários externos, inclusive aumentando o nível de exigências na divulgação das informações.

Diante disso, esta pesquisa tem o objetivo de identificar *os impactos da adoção das Normas Internacionais de Contabilidade na assimetria informacional das empresas do mercado de capitais do Brasil pertencentes ao Índice da Bovespa*.

Considerando que no decorrer dos últimos anos, mais especificamente entre 2008 e 2011, as empresas brasileiras de capital aberto foram e/ou estão expostas: à adoção obrigatória das IFRS; à entrada em grupos específicos de Governança Corporativa; e à negociação de ADR na *New York Stock Exchange* (NYSE), estabeleceram-se, como passos auxiliares para responder à problemática da pesquisa, os seguintes objetivos específicos:

- i. Verificar se a adoção das IFRS no Brasil diminuiu a assimetria de informações entre os participantes do mercado de capitais brasileiro;
- ii. Avaliar se o comportamento da assimetria de informação nas empresas listadas no Novo Mercado é diferente do existente nas empresas que estão listadas em outros níveis de Governança Corporativa;
- iii. Identificar se o comportamento da assimetria de informação nas empresas que negociam suas ações na NYSE é diferente daquele identificado nas empresas que não efetuam tal negociação;
- iv. Comparar a assimetria de informação nas ações de empresas que são consideradas *Blue Chips* com as demais empresas.

Este estudo se justifica pela possibilidade de verificar se as mudanças recentes no cenário brasileiro têm possibilitado a redução de um relevante problema para o mercado: a assimetria de informação. Ademais, a presente pesquisa também permite a avaliação das diferenças na assimetria de informação das empresas com características distintas, o que possibilitará a identificação das empresas que possuem menor assimetria informacional e, portanto, tende a diminuir o impacto nas decisões de seus *stakeholders*.

Este artigo apresenta cinco seções. Após a introdução, a segunda seção caracteriza a assimetria de informação, o *spread* de compra e venda, as práticas de Governança Corporativa, as empresas consideradas *Blue Chips* e o processo de adoção das Normas Internacionais de Contabilidade. A terceira seção, por sua vez, trata dos procedimentos metodológicos. Na quarta e quinta seções, são apresentadas, respectivamente, as análises e considerações finais sobre o assunto.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Assimetria de Informação

Pindyck (2002) afirma que em certas ocasiões, onde um dos agentes envolvidos numa operação no mercado detém o privilégio da exclusividade de alguma informação relevante em relação a outra parte da operação, observa-se um problema de assimetria informacional.

Rover e Murcia (2010, p. 3) discorrem que a assimetria de informação ocorre, pois “os usuários internos estão mais informados, uma vez que têm acesso privilegiado às informações

da organização”. Para Schettino (2006), a assimetria de informação pode ser considerada uma falha que, além de alterar o resultado de determinadas operações, pode influenciar significativamente o funcionamento do mercado. Afinal, tal assimetria propicia a existência da postura oportunista de determinados agentes, o que acarreta o surgimento de um mercado imperfeito e com altos custos de transação (NORTH, 1992; CARVALHO *et al.*, 2010).

Além disso, a assimetria de informação provoca desconfianças que culminam no afastamento de possíveis investidores, na menor liquidez e na queda dos preços das ações (PATAH, 2012). O que ocorre é que, diante da referida assimetria, os investidores comumente “buscam uma proteção contra possíveis perdas resultantes de negociações com outros agentes mais bem informados, diminuindo o preço no qual estão dispostos a pagar por um título e/ou aumentando o preço exigido para vender seus títulos” (ROVER e MURCIA, 2010, p. 4). Tal postura origina uma diferença entre os preços de oferta e procura, denominada *bid-ask spread* (diferença entre o preço de compra e o preço de venda) ou *spread* de compra e venda.

O *spread* de compra e venda é visto como um aspecto de liquidez de mercado, uma vez que as ações de empresas com baixo nível informacional tendem a ter menor liquidez e a ficarem mais onerosas. Isso ocorre, pois, diante do menor nível de divulgação, os investidores podem supor que enfrentarão proteção nos preços no futuro e tal desconfiança gera a redução dos preços que eles estariam dispostos a pagar pelos títulos. Esse fato reduz a possibilidade de negociação e, em consequência, a liquidez das ações (WELKER, 1995; VERRECCHIA, 2001).

Ao abordar o tema, Mendonça Neto e Riccio (2008, p. 106) afirmam que “o *bid-ask spread* mede a firmeza do mercado que é uma das dimensões da liquidez. Quanto menor o *spread* mais firme será o mercado e, portanto menor o risco de liquidez sob este aspecto”. Assim, é possível afirmar que quanto maior a assimetria de informação existente em um mercado maior será o *bid-ask spread*, o que ressalta a essencialidade de ações que atenuem essa desigualdade de informações, por meio de divulgações mais completas claras e confiáveis.

Uma tentativa de melhorar a divulgação de informações é a utilização das práticas de GC, “que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores” (CVM, 2002, p. 1).

Em 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) estabeleceu segmentos diferenciados de GC. Tais segmentos referem-se ao Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da BM&FBovespa e englobam as organizações que se comprometem, voluntariamente, a adotar as exigências pertinentes a cada segmento. Especificamente, o Novo Mercado é o segmento que contempla apenas as entidades que se empenhem em adotar o maior número de práticas de GC (SROUR, 2005).

Esse foi um passo relevante no cenário brasileiro, pois autores, como Andrade e Rossetti (2004) e Tavares Filho (2006), defendem que as práticas de GC podem auxiliar o desempenho das empresas e propiciar vários benefícios para as entidades, como a atenuação dos problemas entre os agentes (conflito de agência), a melhoria da qualidade das informações e a obtenção de maior segurança para a tomada de decisões. Em outras palavras, a adoção das melhores práticas de GC contribui com a redução da assimetria informacional visualizada no mercado, o que propicia maior segurança e transparência para os *stakeholders* e, conseqüentemente, maior desempenho para as organizações (VIEIRA e MENDES, 2006).

Ademais, as empresas que negociam ADR nos Estados Unidos necessitam ampliar a divulgação das suas informações com o arquivamento do Formulário 20-F (Form 20-F) e o cumprimento de exigências dos órgãos norte-americanos, como a melhoria da qualidade da informação e o fornecimento de maior transparência de todos os fatos relevantes das empresas

(GARCIA, SATO e CASELANI, 2004; LIMA *et al*, 2008). Na prática o que se percebe é que as empresas brasileiras que negociam ADR na Bolsa de NYSE devem cumprir mais exigências quanto à divulgação de suas informações e, portanto, supõe-se que os usuários de seus relatórios podem ter acesso a maior número de fatos importantes sobre a situação da empresa.

Em síntese a assimetria de informação prejudica o bom desempenho do mercado, provoca custos de transação e reduz a liquidez dos títulos. Deduz-se, portanto, que a sua redução, por meio de melhores práticas de evidenciação das informações, deve ser buscada com ênfase.

2.2 Normas Internacionais de Contabilidade

A Contabilidade desempenha papel relevante para a atenuação da assimetria informacional. Com o processo de convergência que culminou na adoção das Normas Internacionais de Contabilidade, a possibilidade de mitigação da assimetria de informação ficou ainda maior, uma vez que tal padrão de Contabilidade exige informações mais claras e compreensíveis que auxiliem os usuários em suas tomadas de decisões (NETO, DIAS e PINHEIRO, 2009).

No Brasil, o CPC foi criado com o intuito de emitir pronunciamentos convergentes com as IFRS, sendo que, em 2010, as empresas brasileiras passaram a seguir o padrão internacional de contabilidade. Para a Ernst & Young e a FIPECAFI (2011, p. 7), tal ano foi um “divisor de águas da contabilidade brasileira”. Essas instituições discorrem que:

a mudança de uma contabilidade baseada em regras (*rules*) para uma contabilidade baseada em princípios (*principles*) aumentou o grau de julgamento exigido pelos responsáveis pela elaboração das demonstrações contábeis. Conseqüentemente, tais profissionais possuem, a partir de agora, grande responsabilidade na seleção e aplicação das premissas e estimativas contábeis. Do mesmo modo, a exigência de divulgação completa e adequada das políticas e estimativas consideradas críticas tende a ser uma informação extremamente importante para os usuários das demonstrações (ERNST & YOUNG e FIPECAFI, 2011, p. 7).

Diante do exposto, percebe-se que o padrão internacional exige a apresentação de informações mais completas, o que pode contribuir para que os usuários das demonstrações financeiras consigam ter maior acesso a informações relevantes, confiáveis e comparáveis. Ademais, as expectativas em relação à aplicação das IFRS referem-se, dentre outras coisas, à contribuição para a mitigação da assimetria informacional.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1. Classificação da pesquisa

Gil (2002) afirma que é comum classificar uma pesquisa, quanto aos objetivos, em exploratórias, descritivas e explicativas. Considerando essa divisão, a presente pesquisa é classificada como descritiva, pois tem o intuito de examinar e descrever o comportamento da assimetria de informação das empresas estudadas (ANDRADE, 2004).

Com relação à abordagem do problema, este estudo é classificado como quantitativo, pois busca analisar as informações coletadas com a utilização de instrumentos estatísticos (GIL, 2002).

No tocante à natureza, tal estudo pode ser considerado aplicado, por trabalhar com conceitos voltados para a aplicação prática. Para Gil (2002), uma pesquisa é aplicada quando almeja produzir conhecimentos que, além de terem aplicação prática, buscam solucionar problemas referentes a situações específicas.

Ademais, efetuou-se uma pesquisa documental para o levantamento das características das empresas. Especificamente, os dados coletados referiram-se: ao Nível de Governança Corporativa; à divulgação de informações em consonância com as IFRS, à negociação de ADR na NYSE e à identificação das empresas *Blue Chips*. Os referidos dados foram obtidos nos sítios das bolsas de valores de São Paulo e de Nova Iorque, assim como nas demonstrações financeiras das organizações pertencentes à amostra.

3.2. Formulação das hipóteses, amostra e período amostral

Em consonância com os objetivos da pesquisa e com o que foi exposto nas seções anteriores foram formuladas quatro hipóteses para verificar a possível existência de relação entre os níveis de assimetria de informação e as características referentes à adoção das IFRS, aos níveis de Governança Corporativa, às empresas classificadas como *Blue Chips* e à emissão de ADR, as quais estão elencadas a seguir:

- Hipótese Alternativa 1 (H_1): A adoção obrigatória das Normas Internacionais de Contabilidade contribuiu para reduzir os níveis de assimetria de informação observados no mercado de capitais brasileiro.

A primeira hipótese está fundamentada nas exigências de maior divulgação de informações provenientes das IFRS, pois é esperado que após a adoção destas normas o nível de assimetria de informação existente no mercado de capitais brasileiro tenha diminuído. Fernandes *et al* (2011, p. 3) ressaltaram essa expectativa de redução da assimetria informacional e Silva e Lopes (2012) disseram que isso pode ocorrer, pois com a maior divulgação de informações da situação econômico-financeira das empresas, os investidores tem mais subsídios para tomar decisões com maior segurança.

- Hipótese Alternativa 2 (H_2): As empresas que possuem um nível de Governança Corporativa reconhecidamente mais elevado que outras, como o Novo Mercado da BM&FBovespa, apresentam menor assimetria de informação que as demais participantes do mercado.

Esta hipótese é pertinente, uma vez que a literatura defende que as práticas de GC melhoram a qualidade das informações e a transparência das empresas, o que culmina na redução da assimetria da informação. Nascimento e Reginato (2008, p. 34), por exemplo, afirmam que “uma das formas de minimizar a assimetria de informação e os problemas de agência é a adoção de um sistema de governança corporativa”. Isso ocorre, pois a GC engloba práticas que transmitem segurança aos interessados no resultado da organização (NASCIMENTO e REGINATO, 2008).

- Hipótese Alternativa 3 (H_3): As empresas com atuação em mercados internacionais e com ações negociadas na NYSE, por meio de ADR, apresentam menor assimetria de informação que as demais participantes do mercado.

A terceira hipótese está em conformidade com o posicionamento de autores como Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), que afirmam que uma empresa que emite ADR possui menor assimetria de informação que as empresas que não o fazem.

- Hipótese Alternativa 4 (H₄): As empresas com ações classificadas como *Blue Chips* apresentam menor assimetria de informação que as demais participantes do mercado.

O termo *Blue chips* é empregado nos mercados de ações buscando designar ações das empresas mais bem cotadas na bolsa de valores, chamadas de "ações de primeira linha", ou seja, as ações com maior liquidez de mercado em função de serem as mais procuradas e com maior número de negócios realizados diariamente. Destaca-se que não há uma lista oficial dessas ações, pois a mesma resulta de um consenso do mercado financeiro (MUNDO TRADE, 2012).

De acordo com esses conceitos foi definido, para esta pesquisa, que para uma ação ser considerada uma *blue chips* deve simultaneamente:

- Fazer parte do grupo de 20% de ações que representavam 80% da composição do Índice Bovespa, no segundo quadrimestre de 2012. Tal critério pauta-se no princípio de Pareto, em que 20% das causas explicam 80% dos problemas;
- Ser negociada na NYSE, por meio de ADR, para assegurar a atuação internacional da empresa.

Esta última hipótese supõe que as ações que possuem maior liquidez, medida por intermédio da maior participação no Índice Bovespa e participação no mercado internacional, medida por meio da participação na NYSE, são mais estudadas e visadas pela mídia para a divulgação de notícias e, por isso, apresentam menor assimetria de informação.

De forma geral, assumem-se, como hipóteses de pesquisas, que as variáveis: adoção das IFRS, nível de GC, emissão de ADR na NYSE e classificação como *Blue Chips* do mercado de capitais brasileiro tem relação com o nível de assimetria de informação.

No que diz respeito à amostra da pesquisa, destaca-se que ela é composta pelas 68 ações de empresas que participavam do Índice Bovespa (IBOVESPA ou IBOV) no dia 04 de maio de 2012. Como a análise do *spread* de compra e venda é realizada em função da variação do preço da ação da empresa, a amostra foi definida em termos de ação (ações-ano). Portanto as empresas que detêm mais de um tipo de ação pertencente ao IBOV, como é o caso de empresas como a Petrobras e Vale, participaram da amostra mais de uma vez por ano.

Especificamente, o conceito de ações-ano, utilizado nesta pesquisa, foi estabelecido de forma análoga ao conceito de empresas-ano, instituído por Muller, Riedl e Sellhorn (2011) para justificar a participação de uma mesma empresa mais de uma vez na seleção da amostra.

Obtiveram-se dados de 68 ações em um período de quatro anos, perfazendo uma amostra potencial de 272 ações-ano (68 ações x 4 anos). Foram excluídas as ações que não participaram simultaneamente do conjunto formado pelas ações que participavam do IBOV 2º Quadrimestre 2012 e dos conjuntos das ações que participaram do IBOV 1º Quadrimestre 2008 a 2011, conforme mostra o diagrama de Venn apresentado na figura 1. Desta forma a amostra foi reduzida para 186 ações-ano.

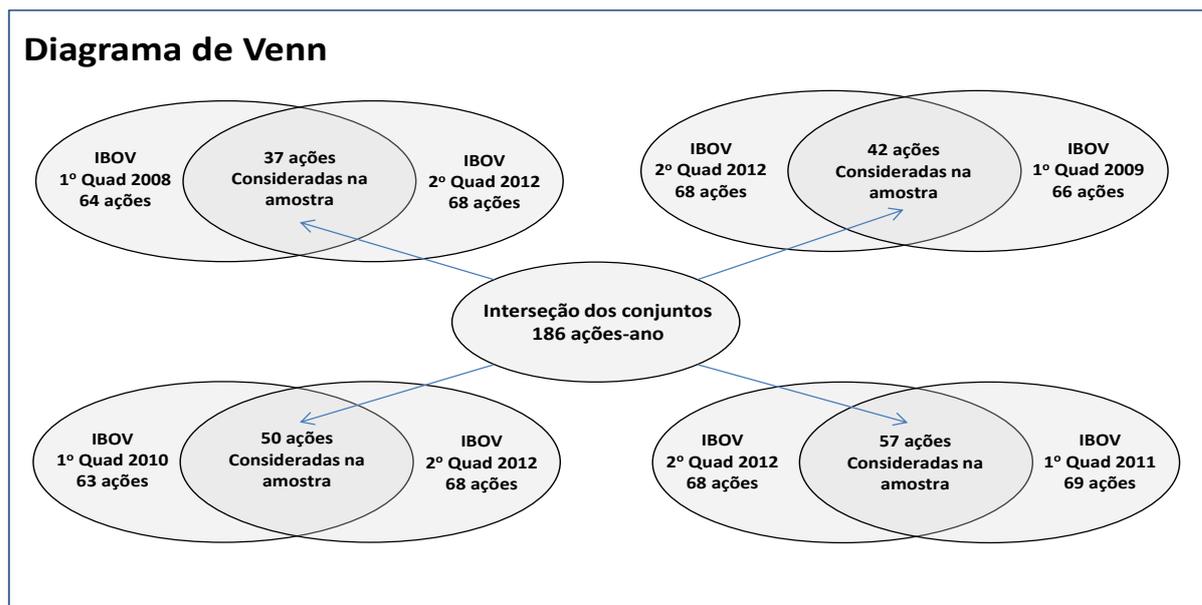


Figura 1 – Diagrama de Venn usado na seleção da amostra

Ademais, a amostra composta por 186 ações-ano foi classificada em termos de participação em mercados específicos, conforme destacado no quadro 1.

Amostra (ação-ano)	Pré-IFRS	Pós-IFRS
Mercado tradicional	4	4
Nível N1 e N2	17	19
Novo Mercado (NM)	20	40
Mercado tradicional e Mercado Internacional (NYSE)	8	8
Nível N1 e N2 e Mercado Internacional (NYSE)	22	23
Novo Mercado (NM) e Mercado Internacional (NYSE)	8	13
Total de ações-ano	79	107

Quadro 1: Classificação da amostra

O período da amostragem, por sua vez, refere-se aos quatro anos compreendidos entre 2008 e 2011. Sendo assim, serão analisados os dois anos antes da adoção das IFRS no Brasil (2008 e 2009), denominado período Pré-IFRS, e os dois anos subsequentes à adoção obrigatória das referidas normas (2010 e 2011), definido como período Pós-IFRS. Destaca-se que as normas passaram a ser obrigatórias a partir de 2010, mas que algumas empresas podem ter adotado tais normas, antecipadamente, no decorrer do ano de 2009.

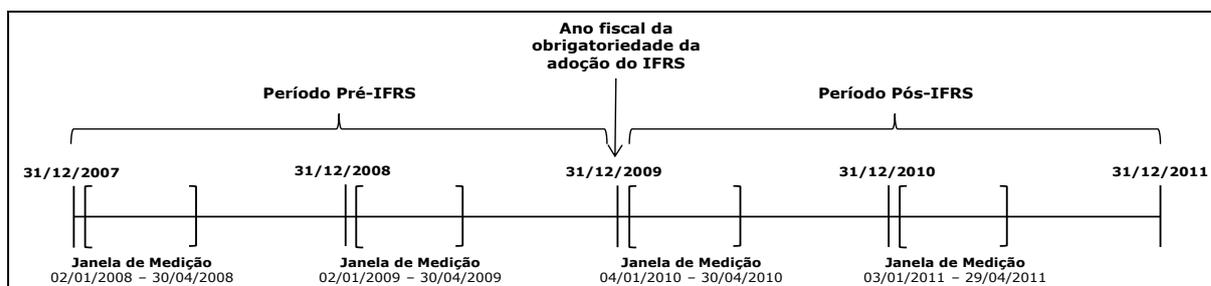


Figura 2 – Janelas de medição nos períodos Pré-IFRS e Pós-IFRS

Fonte: Adaptado de Muller, Riedl e Sellhorn (2011)

A figura 2 mostra, em uma linha do tempo, as quatro janelas de medição, as quais sempre iniciam na data em que ocorreu o primeiro pregão do ano e terminam na data do último pregão do primeiro quadrimestre do ano. Esse intervalo de medição de quatro meses foi definido para coincidir com o período de vigência das ações que compõem o IBOVESPA.

Ressalta-se que a análise deste trabalho fundamenta-se no estudo de Muller, Riedl e Sellhorn (2011), que abordou o comportamento da assimetria da informação em função da adoção da *International Accounting Standard 40 – Investment Property*.

3.3 Modelagem Estatística

Para comprovar as hipóteses, definidas no item anterior, a seguinte regressão foi estimada:

$$\begin{aligned} \text{Log SPREAD}_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \text{Log PRICE}_{it} + \beta_2 \text{Log TURN}_{it} \\ &+ \beta_3 \text{Log RISK}_{it} + \beta_4 \text{Log IBOV}_{it} + \beta_5 \text{IFRS}_{it} + \beta_6 \text{NM}_{it} + \beta_7 \text{NYSE}_{it} \\ &+ \beta_8 \text{BLUE}_{it} + \beta_9 (\text{IFRS}_{it} \times \text{NM}_{it}) + \beta_{10} (\text{IFRS}_{it} \times \text{NYSE}_{it}) \\ &+ \beta_{11} (\text{IFRS}_{it} \times \text{BLUE}_{it}) + \tau_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

Na equação a variável dependente (SPREAD) e as variáveis de controle (PRICE, TURN, RISK e IBOV) foram log transformadas (aplicação da função logaritmo) para acomodar as relações de multiplicação na determinação do *spread* de compra e venda (STOLL, 1978). Ademais, essas variáveis foram incluídas na equação 1 para controlar os determinantes do *spread* de compra e venda, em consonância com Lee, Mucklow e Reedy (1993) e Leuz e Verrecchia (2000). A descrição e função de cada variável de controle estão no quadro 2.

Variável	Descrição	Função
Log SPREAD _{it}	Logaritmo da empresa-ação i no ano t, significa a média percentual do <i>spread</i> de compra e venda calculado diariamente como a diferença entre a melhor oferta de venda e a melhor oferta de compra, dividido pela média desses dois valores. Valores diários são usados para calcular a média dos 4 meses do primeiro quadrimestre de cada ano.	Quantificar a assimetria de informação nas ações em estudo. Na equação 1 ela é a variável dependente.
Log PRICE _{it}	Logaritmo da empresa-ação i no ano t, significa o preço de fechamento da ação da empresa. Valores diários são usados para calcular a média dos 4 meses do primeiro quadrimestre de cada ano.	Controlar os custos de ordens de compra e venda dos formadores de mercado, varia em direção contrária ao Log SPREAD, ou seja, quanto maior o preço da ação menor o <i>spread</i> de compra e venda. Espera-se um coeficiente negativo na regressão.
Log TURN _{it}	Logaritmo da empresa-ação i no ano t, significa o percentual de ações da empresa em relação ao total de ações negociadas por dia. Valores diários são usados para calcular a média dos 4 meses do primeiro quadrimestre de cada ano.	Controlar os custos de estocagem das ações (manutenção em carteira) dos formadores de mercado. Espera-se um coeficiente negativo na regressão.
Log RISK _{it}	Logaritmo da empresa-ação i no ano t, significa o desvio padrão dos retornos diários das ações da empresa, calculado nos 4 meses do primeiro quadrimestre de cada ano.	Controlar os custos de estocagem das ações (manutenção em carteira) dos formadores de mercado. Espera-se um coeficiente positivo na regressão.
Log IBOV _{it}	Logaritmo da empresa-ação i no ano t, significa o percentual que a ação da empresa representa no Índice Bovespa (IBOV) do quadrimestre em questão. Este valor é calculado como sendo a média dos 4 meses.	Controlar o ambiente de informação da empresa, pois uma maior participação da ação no Índice Bovespa deveria reduzir a assimetria de informação. Espera-se um coeficiente negativo na regressão.

Quadro 2: Descrição das variáveis de controle da equação 1

Adicionalmente algumas variáveis experimentais foram incluídas, com o objetivo de capturar mudanças na assimetria de informação por meio da variação do *spread* de compra e venda para os diferentes mercados nos períodos pré e pós adoção obrigatória das IFRS. A descrição e função de cada variável de controle estão no Quadro 3.

Variável	Descrição	Função
$IFRS_{it}$	Variável binária (indicador) que assume o valor igual a 1 para a empresa i que apresentou os relatórios contábeis no padrão IFRS no ano t e valor igual a 0 para as demais situações.	Verificar o efeito da adoção obrigatória das IFRS na assimetria de informação das empresas pertencentes à amostra.
NM_{it}	Variável binária (indicador) que assume o valor igual a 1 para a empresa i que fez parte do Novo Mercado da BM&FBovespa no ano t , e valor igual a 0 para as demais situações.	Verificar se o fato das ações pertencerem a uma empresa do Novo Mercado tem alguma relação com a redução da assimetria de informação de suas ações.
$NYSE_{it}$	Variável binária (indicador) que assume o valor igual a 1 para a empresa i que negociou ações na NYSE no ano t , e valor igual a 0 para as demais situações.	Verificar se o fato das ações da empresa serem negociadas na NYSE tem alguma relação com a assimetria de informação de suas ações.
$BLUE_{it}$	Variável binária (indicador) que assume o valor igual a 1 para a empresa i que, simultaneamente, faz parte do grupo de 20% de ações que representavam 80% da composição do Índice Bovespa e negociou ações na NYSE no ano t , e valor igual a 0 para as demais situações.	Verifica se o fato da empresa possuir maior liquidez em suas ações e tiver seus títulos negociados no mercado acionário de Nova Iorque tem alguma relação com a assimetria de informação de suas ações.
$IFRS_{it} \times NM_{it}$	Variável binária (indicador) que resulta do produto entre as variáveis IFRS e NM da empresa i no ano t .	Verifica o efeito da adoção obrigatória das IFRS nas ações das empresas que estão no novo mercado da BM&FBovespa.
$IFRS_{it} \times NYSE_{it}$	Variável binária (indicador) que resulta do produto entre as variáveis IFRS e NYSE da empresa i no ano t .	Verifica o efeito da adoção obrigatória das IFRS nas ações das empresas que são negociadas na NYSE.
$IFRS_{it} \times BLUE_{it}$	Variável binária (indicador) que resulta do produto entre as variáveis IFRS e BLUE da empresa i no ano t .	Verifica o efeito da adoção obrigatória das IFRS nas ações das empresas que, simultaneamente, fazem parte do grupo de 20% de ações que representavam 80% da composição do Índice Bovespa e têm ações negociadas na NYSE.

Quadro 3: Descrição das variáveis experimentais da equação 1

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente serão apresentadas as tabelas com os dados da regressão e, posteriormente, tais resultados serão analisados de forma conjunta em cada uma das hipóteses.

Sendo assim, as correlações lineares existentes entre as variáveis logarítmicas, que fazem parte da regressão, são expostas na tabela 1.

Tabela 1: Correlação entre as variáveis de controle

	SPREAD	PRICE	TURN	RISK	IBOV
SPREAD	100%				
PRICE	-8%	100%			
TURN	-29%	-30%	100%		
RISK	17%	-14%	18%	100%	
IBOV	-79%	21%	18%	8%	100%

Os dados sobre a média, desvio padrão, dentre outros pertencentes a estatística descritiva das variáveis pertencentes à regressão, são elencados na Tabela 2.

Tabela 2: Estatística descritiva das variáveis da Equação 1

	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Q1	Mediana	Q3	Máximo
Log SPREAD	-2,4882	0,2338	-3,2001	-2,6076	-2,4660	-2,3126	-2,0157
Log PRICE	1,3866	0,2920	0,4942	1,1918	1,4241	1,5726	2,2364
Log TURN	-2,4580	0,3393	-3,4722	-2,6957	-2,4379	-2,1989	-1,8177
Log RISK	-1,6179	0,1677	-1,9838	-1,7419	-1,6308	-1,4967	-1,0348
Log IBOV	-1,9216	0,3690	-2,7008	-2,1876	-2,0048	-1,6666	-0,7385
IFRS	0,5753	0,4956	0	0	1	1	1
NM	0,4355	0,4972	0	0	0	1	1
NYSE	0,4409	0,4978	0	0	0	1	1
BLUE	0,2043	0,4043	0	0	0	0	1
IFRS x NM	0,2849	0,4526	0	0	0	1	1
IFRS x NYSE	0,2366	0,4261	0	0	0	0	1
IFRS x BLUE	0,1075	0,3106	0	0	0	0	1

A Tabela 3 apresenta o painel com a análise univariável da variável dependente SPREAD em relação: a amostra total, as ações pertencentes apenas ao mercado tradicional da BM&F Bovespa, as ações de empresas que estão nos níveis N1 e N2 de Governança Corporativa, as ações de empresas que estão no Novo Mercado da BM&F Bovespa, as ações de empresas que são negociadas no mercado internacional por meio de ADR na NYSE e as ações de empresas que são consideradas *Blue Chips*.

Tabela 3: Análise Univariável (Variável dependente SPREAD)

	Pré-IFRS		Pós-IFRS		Diferença (Pós - Pré)	
	N	Média	N	Média	Mudança	Varição %
Amostra	79	0,46%	107	0,30%	-0,16%	-34,53%
Tradicional	12	0,36%	12	0,25%	-0,10%	-28,98%
N1 e N2	39	0,43%	42	0,31%	-0,12%	-28,52%
Novo Mercado	28	0,55%	53	0,31%	-0,24%	-43,78%
Internacional	38	0,38%	44	0,28%	-0,10%	-26,87%
Blue Chips	18	0,24%	20	0,18%	-0,06%	-23,27%

A estatística da regressão linear usando o método dos mínimos quadrados, proposta na modelagem estatística pela Equação 1, é exposta na Tabela 4. Os resultados encontrados para o R Múltiplo (91%), R^2 (82%), R^2 ajustado (81%) e Erro Padrão (10%) indicam que a variável dependente é fortemente explicada pelas variáveis independentes.

Tabela 4: Estatística da Regressão

R múltiplo	0,90727	91%
R-Quadrado	0,82313	82%
R-quadrado ajustado	0,81195	81%
Erro padrão	0,10139	10%
Observações	186	

A Tabela 5, por sua vez, apresenta o resultado da análise multivariável considerando a variável dependente Log SPREAD, os coeficientes para cada variável independente de

controle (Log PRICE, Log TURN, Log RISK e Log IBOV) e para as variáveis experimentais (IFRS, NM, NYSE, BLUE, IFRS x NM, IFRS x NYSE e IFRS x BLUE). Também são apresentados os resultados estatísticos para cada coeficiente como: Erro Padrão, Estatística-T e Valor-P, bem como a exponencial da variável na base e (2,7182) e a variação percentual.

Tabela 5: Análise Multivariável (Variável Dependente Log SPREAD)

	Coefficientes	Erro padrão	Estatística-T	Valor-P	Exponencial	Variação
Interseção	-3,47818	0,11003	-31,61216	0,00000		
PRICE	0,05474	0,02927	1,87038	0,06311	1,05627	5,6%
TURN	-0,10370	0,02580	-4,01910	0,00009	0,90149	-9,9%
RISK	0,04426	0,06226	0,71086	0,47812	1,04525	4,5%
IBOV	-0,45253	0,03136	-14,42945	0,00000	0,63601	-36,4%
IFRS	-0,21472	0,03026	-7,09471	0,00000	0,80677	-19,3%
NM	0,00145	0,02657	0,05448	0,95662	1,00145	0,1%
NYSE	-0,02562	0,02812	-0,91110	0,36350	0,97471	-2,5%
BLUE	-0,10471	0,04212	-2,48571	0,01387	0,90059	-9,9%
IFRS x NM	-0,00330	0,03379	-0,09780	0,92220	0,99670	-0,3%
IFRS x NYSE	0,04220	0,03721	1,13409	0,25832	1,04311	4,3%
IFRS x BLUE	0,07143	0,04696	1,52092	0,13010	1,07404	7,4%

Os resultados obtidos nas tabelas anteriores serão confrontados com as quatro hipóteses estabelecidas inicialmente. Sendo assim, a análise de cada hipótese está descrita na sequência:

- **Hipótese alternativa 1 (H1):** A adoção obrigatória das IFRS contribuiu para reduzir os níveis de assimetria de informação observados no mercado de capitais brasileiro.

Os resultados apresentados na análise univariável (Tabela 3) indicam que, considerando um nível de significância de 5%, esta hipótese não pode ser rejeitada. Especificamente as ações foram reunidas em grupos que representam: a amostra completa de todas as ações; apenas as ações de empresas que participam do mercado tradicional da Bovespa; ações que participam dos níveis N1 e N2 de GC; ações que participam do Novo Mercado; ações que são negociadas na bolsa de valores de Nova Iorque e ações classificadas como *Blue Chips*. Em todos esses grupos foi possível evidenciar entre os períodos pré e pós-adoção das IFRS no Brasil uma significativa redução da média da variável SPREAD, a qual reflete os custos associados à assimetria de informação.

Ademais, tal constatação é confirmada pelo resultado da regressão linear refletida na variável experimental IFRS (Tabela 5) que apresentou resultado estatisticamente significativo (coeficiente = -0,21472; estatística-T = -7,09471; valor-P = 0,0000) e evidenciou que houve redução na média geométrica da variável dependente SPREAD de 19,3% com a adoção das IFRS. Destaca-se que, em função das variáveis (dependente e de controles) terem sido Log transformadas a interpretação dos coeficientes da regressão deve referenciar a média geométrica (MULLER, RIEDL e SELLHORN, 2011).

- **Hipótese alternativa 2 (H2):** As empresas que possuem um nível de governança corporativa reconhecidamente mais elevado que outras, como o Novo Mercado da BM&FBovespa, apresentam menor assimetria de informação que as demais participantes do mercado.

Os resultados da regressão linear proposta na Equação 1 para a variável experimental NM não apresentaram valor estatisticamente significativo (coeficiente = 0,00145; estatística-T

= 0,05447; valor-P = 0,95662), conforme mostra a Tabela 5, sugerindo que não houve alteração na média geométrica da variável dependente SPREAD para a amostra de ações de empresas que pertenciam ao Novo Mercado e para aquelas que não faziam parte deste. A Tabela 5 ainda indica que as ações das empresas do Novo Mercado, representadas na regressão pela variável NM, possuem média geométrica do *spread* de compra e venda 0,1% superior às demais ações da amostra.

Diante destas constatações esta hipótese deve ser rejeitada (nível de significância de 5%), pois não foi possível comprovar que as ações pertencentes a este grupo possuem alguma diferenciação quanto ao nível de assimetria de informação. Esta decisão também pode ser suportada pela análise univariável, demonstrada na Tabela 3, onde é possível identificar que essas ações possuíam um nível de assimetria de informação superior a média da amostra (SPREAD médio no período pré IFRS de 0,55% para ações do Novo Mercado contra 0,46% referentes às ações de toda a amostra). Porém, baseado na mesma análise univariável, é possível identificar que este grupo de ações foi o mais sensível a adoção das IFRS ao apresentar uma redução de 43,78% na média do SPREAD em uma comparação entre o período pré-IFRS e pós-IFRS.

- **Hipótese alternativa 3 (H₃):** As empresas com atuação em mercados internacionais e com ações negociadas na NYSE, por meio de ADR, apresentam menor assimetria de informação que as demais participantes do mercado.

A variável experimental NYSE suporta esta hipótese no que se refere a comprovar a sensibilidade deste grupo de ações quanto a assimetria de informação através do *spread* de compra e venda. Os resultados encontrados para NYSE (coeficiente = -0,02562; estatística-T = -0,91110; valor-P = 0,36350), conforme mostra a Tabela 5, indicaram que não houveram diferenças estatisticamente significativas, porém, ainda assim foi possível concluir que esse grupo de ações apresenta média geométrica da variável dependente SPREAD 2,5% menor que as demais ações da amostra. Portanto, não houve redução significativa de assimetria de informação em função de o título ser negociado no mercado internacional, e, conseqüentemente, essa hipótese deve ser rejeitada (nível de significância de 5%).

Ademais, os resultados da variável IFRS x NYSE (coeficiente = 0,04220; estatística-T = 0,03721; valor-P = 0,13009) sugerem que no período pós-IFRS as ações desse grupo de empresas apresentaram média geométrica do *spread* 4,3% superior às demais ações da amostra, ou seja, a assimetria de informação neste grupo é maior do que no restante da amostra.

- **Hipótese alternativa 4 (H₄):** As empresas com ações classificadas como *Blue Chips* apresentam menor assimetria de informação que as demais participantes do mercado.

A variável experimental BLUE foi incluída na regressão para sustentar esta hipótese e os resultados encontrados foram estatisticamente significativos (coeficiente = -0,10471; estatística-T = -2,48571; valor-P = 0,01387), conforme mostra a Tabela 5. Estes valores indicam que as ações que fazem parte deste grupo apresentam média geométrica da variável dependente SPREAD 9,9% inferior a média geométrica das demais ações da amostra.

Em função deste resultado, respeitando o nível de significância de 5%, é possível afirmar que esta hipótese não deve ser rejeitada, pois a análise univariável apresentada na Tabela 3 suporta tal decisão ao mostrar que as ações deste grupo apresentaram os menores índices de assimetria de informação de toda a amostra.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa se propôs a estudar os impactos da adoção obrigatória das IFRS na assimetria de informação, a qual pode ser mensurada pelo *spread* de compra e venda. Para tanto, uma amostra das ações das empresas de maior relevância no mercado de capitais brasileiro, definida como Índice Bovespa, foi escolhida para compor a base de dados.

Foram elaboradas quatro hipóteses para atender ao objetivo da pesquisa de identificar os impactos da adoção das Normas Internacionais de Contabilidade na assimetria informacional das empresas brasileiras de capital aberto, das quais duas não foram rejeitadas e duas foram rejeitadas.

Os resultados indicaram que, no cenário em que as empresas brasileiras passaram a operar sob as regulamentações estabelecidas pelas IFRS, a partir de 2010, houve a redução dos níveis perceptíveis de informações divergentes entre compradores e vendedores, ou seja, da assimetria de informação (Hipótese 1). Com a consideração apenas das empresas *Blue chips* a atenuação da assimetria de informação também foi visível (Hipótese 4).

Por outro lado, percebeu-se que as empresas com ações listadas no Novo Mercado da BM&F Bovespa não apresentaram redução superior aos demais participantes do mercado (Hipótese 2), assim como as organizações com ações listadas na bolsa de valores de Nova Iorque não tiveram redução informacional mais significativa que as demais empresas (Hipótese 3).

O Índice Bovespa foi incluído na relação de variáveis independentes e de controle para refletir no modelo estatístico a influência da liquidez da ação na variável dependente SPREAD, sendo que esta mostrou ser fortemente correlacionada com a variável IBOV em sentidos contrários, ou seja, quanto mais líquida a ação menor o nível de assimetria de informação que a mesma apresenta.

Esta pesquisa se limitou pela seleção da amostra. Assim, sugere-se, para pesquisas futuras, a utilização de maior quantidade de ações-anos, assim como de outras variáveis, como a comparação de empresas de diversos setores, para abordar a redução da assimetria informacional no mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, M. M. de. **Como Preparar Trabalhos para Cursos de Pós- Graduação: noções práticas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

ANDRADE, A; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa – Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

BM&F BOVESPA. BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO E BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/cis-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso em 19 mai 2012.

BRESSAN, V. G. F.; BRESSAN, A. A. Existe diferença entre a rentabilidade das ações das empresas que adotam governança corporativa com relação às empresas do mercado tradicional? **Organizações Rurais & Agroindustriais**, Lavras, v. 10, n. 2, p. 250-263, 2008.

CARVALHO, N.; MARTINHAGO, D. Z.; ROCHA, C. T.; MELO, L. Q. Efeitos da Assimetria de Informação sobre os Custos de Transação da Cadeia Produtiva da Batata. Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia - SEGET. 2010.

CVM. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Junho de 2002. Disponível em: www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc. Acesso em: 24 mai 2012.

ERNST & YOUNG; FIPECAFI. IFRS: 1º ano Análises sobre a Adoção Inicial do IFRS no Brasil. 2011.

FERNANDES, B. V. R.; LIMA, D. H. S.; VIEIRA, E. T.; NIYAMA, J. K. Análise da percepção dos docentes dos cursos de graduação em ciências contábeis do Brasil quanto ao processo de convergência às Normas Internacionais de Contabilidade aplicadas no Brasil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**. Universidade Federal do Paraná, Curitiba, v. 3, n.3, p. 24-50, set./dez. 2011.

GARCIA, F. G.; SATO, L. G.; CASELANI, C. N. O Impacto da Política de Transparência sobre o Valor das Empresas Brasileiras. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/4EBF/paper/viewFile/1511/630>. Acesso em: 24 de mai 2012.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de Informações e Pagamento de Proventos em Dinheiro na Bovespa. XXX Encontro da ANPAD – ENANPAD. 23 a 27 de setembro de 2006. Salvador – BA – Brasil.

LEE, C. M. C.; MUCKLOW, B.; READY, M. J. Spreads, depths, and the impact of earnings information: An intraday analysis. **Review of Financial Studies**, 1993, v. 6, n. 2, p. 345–374.

LEUZ, C., VERRECCHIA, R. E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, 2000, v. 38, Supplement: Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm, p. 91-124.

LIMA, G.A.S.F.; YAMAMOTO, M. M.; LIMA, I.S.; MALACRIDA, M. J. C. Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. **RIC - Revista de Informação Contábil**, v. 2, n. 1, p. 1-18, jan-mar/ 2008.

MENDONÇA NETO, O. R.; RICCIO, E. L. A qualidade da informação contábil e o risco de liquidez de mercado. **Organizações em contexto**, Ano 4, n. 8, dezembro 2008.

MOREIRA N. A.; REGINATO, L. Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 4, n. 3, p. 25-47, jul./set. 2008.

MULLER, K. A.; RIEDL, E. J.; SELLHORN, T. Mandatory Fair Value Accounting and Information Asymmetry: Evidence from the European Real Estate Industry, *Management Science*, vol. 57, n. 6, p. 1138-1153, 2011.

MUNDO TRADE. O que são ações *Blue Chips*? Disponível em: <http://www.mundotrade.com.br/acoes-blue-chips>. Acesso em: 23 jun 2012.

NETO, J. E. B.; DIAS, W. de O.; PINHEIRO, L. E. T. Impacto da Convergência para as IFRS na Análise Financeira: um Estudo em Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, ISSN 0103-734X, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 20, n. 4, p. 131-153, out./dez. 2009.

- NORTH, D. Custos de Transação, Instituições e Desempenho Econômico. Instituto Liberal, 1992.
- OLIVEIRA, V. A. de.; LEMES, S. Estudo do nível de convergência dos princípios contábeis brasileiros e norte-americanos às normas do Iasb. n: 10º CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2010, São Paulo. Anais... São Paulo, 2010.
- PATAH, J. R. K. Concentração do Controle, Governança Corporativa e o Impacto na Liquidez das Ações de Empresas Brasileiras.
- PIMENTA, S. G. Impacto da assimetria de informação na atuação de estrategistas e decisores nos procedimentos de revisão tarifária das distribuidoras de energia elétrica. Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Ciência da Informação da UNB.
- PINTO JÚNIOR, H. Q.; PIRES, M. C. P. Assimetria de informações e problemas regulatórios. Disponível em: www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/.../pintojr-pires-2000.pdf. Acesso em: 23 de jun 2012.
- PINDYCK, R. S. Microeconomia. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.
- ROVER, S.; MURCIA, F. D. Influencia do *disclosure* voluntário econômico e socioambiental no custo de capital próprio de empresas brasileiras. IV Congresso Associação Nacional dos Programas de Pós Graduação em Ciências Contábeis - ANPCONT. Natal - Brasil 06 a 08 de junho de 2010.
- SCHETTINO, T. S. Inclusão Social e “Assimetria de Informação” no Sistema de Ensino Superior Brasileiro - Uma análise comparativa. Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Sociologia e Antropologia, Instituto de Filosofia e Ciências Sociais da Universidade Federal do Rio de Janeiro. 2006. Rio de Janeiro.
- SILVA, R. L. M.; LOPES, A. B. Demonstrações Contábeis no Brasil após Adoção do CPC 13: reação do mercado de ações e consequências econômicas. 12º Congresso USP Controladoria e Contabilidade e 9º Congresso USP Iniciação Científica.
- SOUZA, A. F. ; ROJO, C. A. Análise de Investimentos por Simulação de Cenários Baseada em Variáveis Críticas Qualitativas Compiladas com Lógica Fuzzy. **Revista CAP**, 2010, n. 4, ano 4.
- SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, 2005, v. 59, n. 4, p. 635 - 674.
- STOLL, H. R. The Supply of Dealer Services in Securities Markets, **Journal of Finance**, 1978, v. 33, n. 4, p. 1133- 1151.
- TAVARES FILHO, Francisco. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil**: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa. 170 f. 2006. Dissertação (Mestrado) – FEA, USP, São Paulo, 2006.
- VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, 2001, v. 32, p. 97-180.
- VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista Organizações em Contexto**, 2006, v. 2, n. 3 - janeiro/junho.
- WELKER, M. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. **Contemporary Accounting Research**, 1995, v. 11, p. 801-827.