



Journal homepage:
www.arvore.org.br/seer

GOVERNANÇA CORPORATIVA E ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO: UMA REVISÃO DESTA RELAÇÃO

RESUMO

Falar em governança corporativa significa discutir a minimização da assimetria de informação existente entre a empresa e os diversos agentes envolvidos (acionistas, credores, fornecedores e empregados). Este artigo objetivou investigar a metodologia utilizada para medir a assimetria informacional em estudos internacionais sobre tema governança corporativa. Para isso, foi realizada uma pesquisa exploratória de abordagem qualitativa por meio da técnica bibliográfica, centrando-se nos artigos abrangidos pela base de dados da Capes, sem restrição de período ou de idioma. Os resultados mostram que quase metade dos artigos investigados não definiram uma proxy para a assimetria de informação. Dentre os que definiram, verificou-se uma grande variedade de proxies e percebe-se que não há um método consolidado para a mensuração da assimetria de informação. Mas, há uma tendência à utilização de duas técnicas dominantes. Os resultados mostram também que mais de quarenta por cento dos artigos investigados não estabeleceram uma relação clara e consistente entre a assimetria de informação e a governança corporativa. Dentre os que estabeleceram, verificou-se que há diversas relações descobertas pelos autores entre a assimetria de informação e os determinantes da governança corporativa das empresas; porém, a maior parte delas isoladas.

PALAVRAS-CHAVES: Governança Corporativa; Assimetria de Informação; Proxies.

CORPORATE GOVERNANCE AND INFORMATION ASYMMETRY: A REVIEW OF THIS RELATIONSHIP

ABSTRACT

Discuss about corporate governance means minimizing the asymmetric information between the company and the stakeholders (shareholders, creditors, suppliers and employees). This paper investigates the methodology used to measure the information asymmetry in international studies on corporate governance issue. For this, an exploratory qualitative study through technical literature, focusing on the articles covered by the database Capes, without restriction period or language was performed. The results show that almost half of the articles investigated did not define a proxy for information asymmetry. Among those who have defined, we found a wide variety of proxies and there are no consolidated for the measurement of information asymmetry. But, there is a tendency to use two dominant techniques. The results also show that more than forty percent of the articles surveyed did not establish a clear and consistent relationship between information asymmetry and corporate governance. Among those who settled, it was found that there are different relationships between the authors discovered by information asymmetry and the determinants of corporate governance of companies, but most of them isolated.

KEYWORDS: Corporate Governance, Information Asymmetry; Proxies.

Revista Brasileira de Administração Científica,
Aquidabã, v.4, n.4, Jul, Ago, Set,
Out, Nov, Dez 2013.

ISSN 2179-684X

SECTION: *Articles*

TOPIC: *Finanças e Contabilidade*



DOI: 10.6008/ESS2179-684X.2013.004.0005

Clênia de Oliveira Pires

Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Brasil

<http://lattes.cnpq.br/5017491596533860>

cleniapires@hotmail.com

Clea Beatriz Macagnan

Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Brasil

<http://lattes.cnpq.br/4140381928037602>

cleabeatriz@hotmail.com

Received: 13/04/2013

Approved: 15/12/2013

Reviewed anonymously in the process of blind peer.

Referencing this:

PIRES, C. O.; MACAGNAN, C. B.. Governança corporativa e assimetria de informação: uma revisão desta relação.

Revista Brasileira de Administração Científica,

Aquidabã, v.4, n.4, p.80-94, 2013.DOI:

[http://dx.doi.org/10.6008/ESS2179-](http://dx.doi.org/10.6008/ESS2179-684X.2013.004.0005)

[684X.2013.004.0005](http://dx.doi.org/10.6008/ESS2179-684X.2013.004.0005)

INTRODUÇÃO

O valor da informação afetaria a eficiência econômica do mercado de capitais, bem como em todas as esferas sociais. A informação, que é a base para o conhecimento, é reconhecida e valorizada por todos que dela precisam. Embora cada indivíduo a interprete de maneira ímpar, o acesso a ela se faz imperativo para garantir o funcionamento e a perpetuação dos mercados nos quais as pessoas estão inseridas (MOREIRAS, 2010).

Falar em governança corporativa significa discutir a minimização da assimetria de informação existente entre a empresa e os diversos agentes envolvidos (acionistas, credores, fornecedores e empregados). A maior transparência proposta pela governança tenderia propiciar à redução do custo de capital, na medida em que conseguem avaliar melhor o risco. De outra parte, os acionistas estarão dispostos a investir, se acreditarem que o grupo controlador ou gestor não poderá manipular as informações em proveito próprio (VIEIRA, 2004). A problemática estabelecida pela assimetria de informação e sua relação com a governança corporativa é uma temática que tem sido estudada. Porém, os estudos publicados utilizam metodologias diferenciadas para analisar esta relação. A dificuldade para desenvolvimento de estudos sobre o tema estaria relacionada metodologia utilizada para medir assimetria de informação. Desta forma, a questão de pesquisa: Como tem sido medida a variável assimetria de informação para as pesquisas sobre a relação entre governança corporativa e assimetria de informação?

Assim, este estudo objetivou investigar a metodologia utilizada para medir a assimetria informacional em estudos internacionais sobre tema governança corporativa; a partir do levantamento do estado da arte sobre governança corporativa e assimetria de informação ao redor do mundo.

Quanto aos procedimentos metodológicos, trata-se de uma pesquisa exploratória de abordagem qualitativa que se utiliza da técnica bibliográfica. Este artigo centra-se nos artigos abrangidos pela base de dados da Capes (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior), sem restrição de período ou de idioma. Para isso, será realizada uma breve revisão teórica sobre os temas, em seguida, serão abordadas as *proxies* e os resultados encontrados pelos diversos autores e, ao final, serão apresentadas as conclusões do estudo.

REVISÃO TEÓRICA

Propriedade e Controle e os Conflitos de Interesse

Segundo Berle e Means (1932), o traço distintivo da corporação moderna reside na separação entre a propriedade e o controle, onde se teria um grupo de proprietários, delegando necessariamente certos poderes de administração, com seus direitos de propriedade protegidos por uma série de regras fixas, sob as quais a diretoria desempenha um papel relativamente

limitado. Para Berle e Means (1932), a propriedade seria pulverizada entre muitos acionistas e o controle seria exercido por diretores que, no máximo, possuiriam uma pequena fração do capital da empresa.

Atualmente, sabe-se que não é exatamente dessa forma. La Porta *et al.* (1999), que investigaram as estruturas de propriedade de grandes empresas com ações negociadas no mercado de capitais, constatou que em quase todos os países analisados, preponderam empresas controladas por um número reduzido de acionistas.

Contudo, a separação entre a propriedade e o controle, as relações da moderna sociedade anônima, possibilitam a emergência de conflitos de interesse. Esses conflitos têm como fundamento, de um lado, os interesses de proprietários, de outro, os interesses dos controladores, na relação entre a propriedade e o controle; bem como os interesses dos administradores e dos funcionários da organização, na relação entre os gestores e seus subordinados no âmbito do controle. Ainda, haveria conflito, tão ou mais importante, entre acionistas majoritários e minoritários. Em organizações grandes e complexas, a problemática da separação da propriedade e controle poderiam ser facilmente encontrados (FAMA; JENSEN, 1983).

Para minimizar os problemas de agência, o principal poderia criar incentivos adequados para o agente, o que estabeleceria custos. Ainda, custos de monitoramento destinados a limitar as atividades do agente (JENSEN; MECKLING, 1976). Fama e Jensen (1983) sugerem que os problemas de agência poderiam ser minimizados através da separação da ratificação e acompanhamento das decisões da sua iniciação e implementação. Portanto, as organizações devem contar com sistemas de controle de decisão, como uma hierarquia de tomada de decisão formal, um sistema de monitoramento mútuo e um conselho de diretores ativo.

Weir e Laing (2003) distinguiram três mecanismos destinados a proteger os interesses dos acionistas: mecanismos de incentivo, de monitoramento e disciplinares. Mecanismos de incentivo incluem participação do diretor executivo ou sistemas de remuneração do conselho (JENSEN; MECKLING, 1976); mecanismos de controle incluem, por exemplo, a proporção de conselheiros externos no conselho (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983); e mecanismos disciplinares incluem o mercado para controle corporativo (JENSEN, 1986). Acionistas projetam dispositivos de monitoramento, a fim de alinhar as ações dos agentes aos seus interesses (FAMA, 1980). De acordo com Tirole (2005), sistemas de monitoramento incluem uma variedade de instrumentos, tais como composição do conselho, os auditores, os grandes acionistas, grandes credores, bancos de investimento, etc.

Neste contexto, está inserida a Governança Corporativa, que é mais que um sistema de regulação da relação entre a propriedade (relacionada aos interesses dos acionistas) e o controle (relacionado aos interesses da administração ou gestão), abrangendo também múltiplos interesses, como os dos *stakeholders*.

Governança Corporativa

De acordo com Gillan (2006), a definição de governança corporativa é diferente ao redor do mundo. Isso provavelmente ocorra em função dos aspectos sociais, econômicos e culturais que influenciam a Governança Corporativa, o que pode ser inferido pelos estudos de La Porta *et al.* (1999) e de Mork (2005). Shleifer e Vishny (1997) definem governança corporativa como mecanismo de garantia do retorno de investimentos dos financiadores. Em outra perspectiva, Gillan e Starks (1998) definem governança corporativa como o sistema de leis, regras e fatores que controlam as operações em uma empresa.

Segundo a OCDE (2011), a governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. A estrutura de governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidade entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação às questões corporativas. Oferece também bases através das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desenvolvimento.

De acordo com o IBGC (2012), governança corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa governança corporativa garante equidade aos sócios, transparência e responsabilidade pelos resultados (accountability).

Assim, a Governança Corporativa pode ser entendida como um conjunto de práticas e normas com intuito de assegurar os interesses de todos nos resultados da companhia. Seria mais que um sistema de regulação da relação entre a propriedade (relacionada aos interesses dos acionistas) e o controle (relacionado aos interesses da administração ou gestão), abrangendo também múltiplos interesses, como os dos *stakeholders*. Proporcionaria à corporação transparência em suas operações, eficiência em seus processos internos e externos e eficácia em seus resultados de curto, médio e longo prazo.

Assimetria de Informação

A assimetria de informação é inerente às relações de troca, havendo a possibilidade da ineficiência do mercado, permitindo a possibilidade de maiores ganhos para alguns e menores para outros (AKERLOF, 1970). Existe assimetria de informação em um contrato financeiro quando o devedor conta com informação que o credor ignora. De acordo com Bebczuk (2000), esta assimetria preocupa o credor sempre que o devedor pode utilizar sua maior informação para

extrair um benefício a suas custas e, para que isto aconteça, é preciso que ocorram os três fatores seguintes: (a) o devedor viola o contrato ocultando informação sobre as características e as entradas efetivas do projeto; (b) o credor não conta com a informação nem o controle suficientes sobre o devedor para evitar a fraude; (c) existe risco de pagamento da dívida e responsabilidade limitada para o devedor.

A assimetria de informação nos mercados financeiros pode adotar qualquer das seguintes modalidades (MACAGNAN, 2007): seleção adversa ou risco moral. O entendimento sobre seleção adversa emerge a partir do estudo de Akerlof (1970), sobre incerteza e mecanismo de mercado. Parte de uma situação em que reconhece que as pessoas que compram carros usados não sabem se os mesmos são bons ou ruins. Logo, estariam dispostos a pagar o preço médio entre o valor do carro bom e o ruim. Normalmente o vendedor tem mais informações, conseqüentemente mais conhecimento sobre a qualidade do produto, o que permite avaliar melhor o produto. O vendedor estará sujeito a uma seleção adversa do comprador na medida em que não revele as informações que permita uma maior valorização da média de preços do produto para o comprador. A seleção adversa aparece ou é possível que apareça sempre que o contratante tiver liberdade para: contratar ou não contratar, escolher a quantidade e continuar ou abandonar a negociação (AKERLOF, 1970).

A diferença do problema de seleção adversa, o problema de risco moral aparece depois de assinar o contrato. Uma vez assinado o contrato, uma das partes envolvidas não poderia verificar o esforço da outra parte. O nível de informação não é mais o mesmo entre as partes envolvidas no contrato, dando origem a assimetria de informação (MACAGNAN, 2007). Em uma perspectiva econômica, o risco moral significa o aumento da insegurança pelo resultado negativo (risco) com o comportamento (problemática moral) entre as partes de um contrato. O risco moral apresenta-se quando a ação do gestor não é verificável ou quando inicia uma relação e o gestor recebe informações privadas (Macho e Perez, 1994). A problemática do risco moral estaria relacionada com os valores morais que fundamentam as possibilidades de comportamentos do gestor, neste caso, do Fundo de pensão. Arrow (1963) pesquisou o mercado de seguro e destacou que a seguradora fica dependente do comportamento do assegurado, sobre o qual não tem controle total e estaria sujeita ao comportamento moral do mesmo.

Myers e Majluf (1984) demonstraram que os mercados de capitais extraem um prêmio para o financiamento externo das empresas com maiores assimetrias de informação. Como os projetos dessas empresas e os fluxos de caixa são mais difíceis de avaliar, levam as empresas a seguir um financiamento *pecking order* e esgotar as fontes de menor custo de capital primeiro.

Assimetria de Informação e Governança Corporativa

A assimetria de informação aplicada ao escopo das empresas gera problemas conhecidos como custo de agência. Para tornar a relação entre administrador e acionista mais transparente,

nesse ambiente conturbado, surgiram práticas de governança corporativa. O que poderia diminuir a informação assimétrica e, conseqüentemente, os problemas ocasionados pelo custo de agência (MOREIRAS, 2010). Os principais pontos que certificam a empresa com boas práticas de governança corporativa são a boa qualidade e quantidade das informações apresentadas ao mercado, bem como a segurança institucional (SHLEIFER & VISHNY, 1997).

Nesse contexto, a contabilidade pode ser entendida como um dos mecanismos relevantes de governança corporativa. Segundo Bushman e Smith (2001), a disponibilização externa da informação contábil é responsável por promover um ambiente seguro e, dessa forma, melhorar a governança das corporações.

Bertucci *et al.* (2006) afirmam que o mais importante conflito existente no Brasil é o da relação acionistas majoritários e minoritários. Segundo os autores, o controle das empresas nacionais está muito concentrado. Dessa forma, os minoritários não detêm o mesmo poder de decisão, sendo, muitas vezes, desrespeitados em questões de interesse geral.

Strour (2005) ataca o problema de forma direta e objetiva ao dizer:

Falta de transparência das firmas e sua conduta nem sempre correta com acionistas minoritários vêm sendo constantemente apontadas como origens para o mau funcionamento do mercado acionário, acarretando graves conseqüências para a eficiência da economia como um todo. Bons projetos deixam de ser financiados quando a firma não se compromete com a proteção dos interesses dos seus investidores.

O objetivo da Bovespa ao criar o mercado com governança corporativa diferenciada seria o de reduzir o lapso de informação existente entre investidores e empresas. Como decorrência da criação do Novo Mercado, que tem maiores níveis de *disclosure* e governança, ter-se-ia uma redução da informação assimétrica (AGUIAR *et al.*, 2004). As práticas de Governança Corporativa possibilitaria uma redução da expropriação do investidor minoritário. Por conseguinte, o mercado apresentaria maior liquidez, menor custo de capital e elevação do valor das ações, que aderirem ao mercado com governança diferenciada (MOREIRAS, 2010). Klapper e Love (2004) e La Porta *et al.* (2002) evidenciaram que o mercado precifica a qualidade de governança das empresas. Assim, ao se diferenciarem, as empresas estão se valorizando. Portanto, seria de interesse das empresas essa sinalização.

Alguns estudos empíricos testaram a relação entre governança e informação assimétrica. O estudo de Barbedo *et al.* (2009) conclui que, para os mercados de mesma liquidez, quanto maior o nível de governança corporativa, menor a probabilidade de ocorrer uma operação com informação privilegiada. O que significaria que as práticas de governança ampliam o nível de informação existente no mercado, diminuindo a problemática da assimétrica.

Malacrida e Yamamoto (2006) testaram as informações contábeis e a volatilidade dos retornos das ações do Ibovespa – Índice da Bovespa nos anos de 2002 e 2003. Concluíram que um dos mais importantes pressupostos da governança corporativa é a evidenciação, por contribuir para minimizar o grau de risco e melhorar o grau de confiabilidade.

METODOLOGIA

Para desenvolvimento deste estudo, foi realizado um levantamento pela base de dados da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes), sem restrição de período, com vista a identificar publicações de artigo sobre o tema. Como critério de pesquisa foram investigados os artigos que continham simultaneamente as palavras: *Corporate governance* e *Asymmetry Information*, ou *Corporate governance* e *Asymmetric Information*, ou *Corporate governance* e *Informational Asymmetry*, no título ou no assunto, na base de dados da Capes. Portanto, o universo pesquisado foram artigos publicados em inglês. Para a composição da amostra, foram excluídos os artigos que não eram condizentes com o objetivo deste estudo. Desta forma, a amostra final é de 36 (trinta e seis) artigos, todos publicados em periódicos internacionais.

Os artigos foram analisados pela técnica de análise de conteúdo e a apresentação dos resultados se deu na forma de quadros e textos, dividindo-se em duas seções: uma dedicada às *proxies* utilizadas para assimetria de informação e a outra dedicada aos resultados sobre a relação entre assimetria de informação e governança corporativa e os diversos autores. Ao final, são apresentadas as discussões e as conclusões do estudo.

RESULTADOS

Proxies Utilizadas para Assimetria de Informação

Este estudo investigou 36 (trinta e seis) artigos internacionais. Destes, quase metade (47,22%) não definiram uma *proxy* para a assimetria de informação. O Quadro 1, a seguir, apresenta as *proxies* para a assimetria informacional utilizadas pelos demais autores.

Quadro 1: *Proxies* utilizadas para Assimetria de Informação.

Autor (ano)	<i>Proxies</i> utilizadas para a Assimetria de Informação
Cormier <i>et al.</i> (2010)	Utilizaram a volatilidade do preço das ações e o Q de Tobin como <i>proxies</i> para a assimetria de informação. Além disso, usaram o risco sistemático (beta), o número de analistas que acompanham a empresa e o <i>free float</i> .
Kanagaretnam <i>et al.</i> (2007)	Utilizaram a mudança na liquidez do mercado (ou seja, <i>bid-ask spreads</i> e <i>depths</i> (profundidades) em torno dos anúncios como uma <i>proxy</i> para a assimetria de informação.
Achleitner <i>et al.</i> (2010)	Utilizam P&D e tamanho como <i>proxy</i> para a assimetria de informações.
Armstrong <i>et al.</i> (2012)	Usaram três <i>proxies</i> para capturar a assimetria de informação. Em primeiro lugar, usaram o componente de seleção adversa do <i>bid-ask spread</i> . A segunda medida da assimetria de informação foi a Probabilidade de Negociação Informada (PIN).
Armstrong <i>et al.</i> (2012)	Para a terceira medida, usaram a intensidade das transações dos insiders para captar o grau de assimetria de informação que existe entre insiders e outsiders.
Chang <i>et al.</i> (2004)	O tamanho da empresa foi incluído no modelo de regressão, como uma <i>proxy</i> para o grau de assimetria de informação. Também testaram a volatilidade residual como uma medida alternativa de assimetria de informação, estimada como o desvio padrão dos resíduos nos retornos diários de mercado ajustados no ano anterior ao anúncio da emissão de obrigações convertíveis.
Chen <i>et al.</i> (2007)	Usa a abordagem do <i>bid-ask spread</i> em quatro fórmulas distintas.
Chung	De acordo com a abordagem de George <i>et al.</i> (1991), que permite esperar que os retornos sejam

(2006)	serialmente dependentes, os autores propõem a estimativa do componente assimetria de informação usando o seguinte modelo: $2RD_t = p_0 + p_1st(Q_t - Q_{t-1}) + V_t$ onde RDT é a diferença entre o retorno mid-point e o retorno da transação no tempo t; st é a porcentagem do bid-ask spread, e Q_t é um indicador de compra e venda +1/-1 no tempo t. O componente de assimetria de informação é então calculada como $1 - p_1$.
Byun <i>et al.</i> (2011)	Este estudo emprega o PIN (a probabilidade de negociação informada), α (a probabilidade de um evento de informações) e $\ln(\mu / \epsilon)$ (a quantidade relativa de negociação informada) como proxies para assimetria de informação.
Chang <i>et al.</i> (2007)	Examinaram as mudanças na transparência corporativa de empresas coreanas em termos de assimetria de informação medida pelo erro de previsão dos analistas e pela dispersão das previsões.
Chu e Song (2010)	A assimetria de informação é medida como o <i>bid-ask spread</i> trimestral médio.
Cormier <i>et al.</i> (2009)	Utilizou-se como <i>proxy</i> para assimetria de informação a volatilidade do preço das ações e Q de Tobin e utilizou-se o tamanho da empresa, o risco sistemático, o free float e o acompanhamento dos analistas como determinantes da assimetria de informação.
Demiralp <i>et al.</i> (2011)	Utilizaram a variância residual, medida como a variância dos resíduos do modelo de mercado no período de 90 dias que terminou em 5 dias antes da data do depósito.
Drobetz <i>et al.</i> (2010)	Os autores escolheram a dispersão das previsões dos analistas como principal <i>proxy</i> para a assimetria de informações. Além disso, o índice de assimetria de informação por eles utilizado baseia-se nos rankings do erro nas previsões dos analistas, no tamanho da empresa, em P&D, no Q de Tobin e no número de analistas que acompanham uma empresa.
Fauver e Naranjo (2010)	As duas <i>proxies</i> que os autores usaram para a assimetria de informação são: ativos intangíveis divididos pelo total dos ativos e o componente de seleção adversa do <i>bid-ask spread</i> .
Jiang <i>et al.</i> (2011)	O <i>bid-ask spread</i> sobre a data da versão do relatório anual é usado como uma medida de assimetria de informação.
Liao <i>et al.</i> (2009)	Os autores adotaram o tamanho da empresa e o método de controle do Estado como duas proxies para a assimetria de informação entre o Estado e os gestores.
Liu e Lai (2012)	Os autores controlaram as diferentes medidas de assimetria de informação: tamanho da empresa, acompanhamento dos analistas e o índice <i>market-to-book</i> .
Wang e Zhang (2009)	Os autores incluíram as seguintes medidas de assimetria de informação: PIN (uma medida da probabilidade de que um operador tem informação privada), BA (média do bid-ask spreads da ação dividido pelos preços médios), DISP (desvio padrão das previsões de analistas sobre os ganhos), DISC (pontuação no ranking anual de práticas de disclosure das empresas – AIMR), AmihudEquity (falta de liquidez do patrimônio, medida pela taxa média diária de retorno absoluto para o volume de negócios no trimestre vigente), AmihudBond (forma semelhante à AmihudEquity, porém, para cada bônus) e γ (outra medida de iliquidez do bônus de γ como a covariância negativa das mudanças dos preços diários sucessivos, dentro do trimestre vigente).
Kang e Kim (2010)	Utilizaram as seguintes proxies para assimetria de informação: a distância física entre o adquirente e o alvo (km); o número de aquisições de ações anteriores; a
Kang e Kim (2010)	fração de aquisições em que o adquirente estrangeiro usa o Inglês como sua língua principal; as pontuações no índice de direitos dos acionistas; e a distância cultural entre o país de origem do comprador e os EUA.

A Relação entre Assimetria de Informação e Governança Corporativa

Este estudo investigou os mesmos 36 (trinta e seis) artigos internacionais, objetivando encontrar a relação entre governança corporativa e assimetria de informação descoberta pelos diversos autores. Destes, mais de quarenta por cento (41,67%) não estabeleceram uma relação clara e consistente entre a assimetria de informação e a governança corporativa. O Quadro 2, a seguir, apresenta a relação entre a assimetria de informação e a governança corporativa encontrada pelos demais autores.

Quadro 2: Relação entre Assimetria de Informação e Governança Corporativa

Autor (ano)	Relações encontradas pelos diversos autores
Bessire (2005)	O autor identifica a assimetria de informação como o nome científico para a transparência e coloca que a transparência é assumida como a forma de reduzir a assimetria de informação e, portanto, prevenir os agentes de adotar comportamentos oportunistas, uma vez que é suposto facilitar a vigilância e o controle. Assim, aponta a transparência como o melhor meio para alcançar uma

	melhor governança corporativa.
Cormier <i>et al.</i> (2010)	Os resultados sugerem que as reuniões do comitê de auditoria podem levar a uma redução da assimetria, enquanto o oposto é observado para reuniões do conselho. Os resultados mostram que alguns atributos formais de monitoramento (tamanho do conselho e do comitê de auditoria), bem como a extensão do <i>disclosure</i> voluntário de governança reduz a assimetria de informação. Isto sugere que o disclosure de governança pode complementar os atributos de monitoramento de governança de uma empresa.
Holm e Schøler (2010)	Em consonância com os princípios da OCDE, sugerem que a "transparência" e a "independência do conselho" são primos mecanismos de governança corporativa que possam reduzir os problemas de informação assimétrica e, assim, reduzir os custos de agência à medida que uma melhor informação se torna disponível para os fornecedores de financiamento.
Kanagaretnam <i>et al.</i> (2007)	Os resultados indicam que as mudanças no <i>bid-ask spreads</i> no momento da divulgação de resultados são significativamente negativamente relacionadas à independência do conselho, à atividade do conselho e às participações percentuais de ações de conselheiros e diretores. Também encontraram que mudanças no depth são significativamente positivamente relacionadas com a estrutura de administração, a atividade do conselho e as participações percentuais de ações de conselheiros e diretores. Os resultados são consistentes com a hipótese de que as empresas com níveis mais elevados de governança corporativa têm menor assimetria de informação em torno de anúncios trimestrais de lucros.
Anuchitworawong (2010)	Com base nos resultados, quanto mais informações forem divulgadas, a assimetria de informação entre a administração e os investidores se estreita. Assim, boas práticas de governança podem ser um fator relevante que ajuda a atenuar os problemas de agência e assimetria de informação entre empresas e investidores e que indiretamente reduz o custo do capital.
Armstrong <i>et al.</i> (2012)	De acordo com as teorias de Edlin e Stiglitz (1995) e Shleifer e Vishny (1989), a evidência dos autores sugere que a qualidade da informação serve como um substituto para um mecanismo de governança importante (isto é, o monitoramento do mercado para controle corporativo).
Chen <i>et al.</i> (2007)	Quando uma empresa é capaz de proporcionar melhores níveis de transparência e divulgação, a assimetria de informação e os problemas de agência serão efetivamente mitigados e a qualidade da governança corporativa da empresa será melhorada imensamente. Conseqüentemente, a empresa terá um menor componente de assimetria de informação, juntamente com um menor <i>spread</i> e <i>spread</i> cotado efetivos, o que implica que suas ações terão melhor liquidez de mercado.
Chung (2006)	Custos de informação assimétrica tendem a ser maiores em ambientes de proteção dos investidores relativamente pobres porque os mecanismos de proteção dos investidores fracos e perspectivas econômicas pobres levam a uma maior expropriação pelos gestores e, portanto, a maiores custos de informação assimétrica. Apesar do fato de que a listagem nos EUA pode fornecer melhorias potenciais na área de divulgação de informações e, assim, mitigar o problema da assimetria de informação, os resultados revelam que as ADRs de empresas que operam em bons ambientes de proteção de investidores tendem a ter tanto menores custos de assimetria de informações quanto maiores níveis de liquidez. Esse achado questiona a hipótese de ligação que as proteções legais previstas pelo <i>cross-listing</i> são eficazes o suficiente para levar as empresas a mudar sua estrutura de governança.
Pawlina e Renneboog (2005)	A relação negativa entre a sensibilidade do fluxo de caixa e a propriedade das instituições financeiras é consistente com a teoria da informação assimétrica: as instituições detentoras de um bloco de capital parecem reduzir a assimetria informacional entre a empresa e o mercado de capitais.
Byun <i>et al.</i> (2011)	Os autores descobriram que o grau de assimetria de informação aumenta com a concentração de propriedade. Também encontraram que a concentração da propriedade está positivamente associada com a assimetria de informações através de um aumento na quantidade relativa de negociação informada. Esse efeito mais do que supera a diminuição inesperada na frequência de eventos de informações privadas. Além disso, embora nem investidores institucionais, nem sistemas internos de governança corporativa ajudem a aliviar os efeitos negativos da concentração da propriedade, o acompanhamento dos analistas reduz a assimetria de informação associada à concentração de propriedade.
Chang <i>et al.</i> (2007)	Os resultados mostram que a assimetria de informação das empresas coreanas é menor após a crise financeira do que antes, implicando que a transparência corporativa foi, de fato, melhorada com a mudança no ambiente de negócios.
Chu e Song (2010)	Os resultados mostram que os insiders e a competição industrial contribuem para o problema da assimetria de informação. A presença de grandes acionistas como insiders em indústrias de baixa competitividade agrava ainda mais o problema. Apesar de um certo grau de acionistas minoritários em indústrias de baixa competitividade também partilhar alguns dos benefícios de rendas monopolistas, os resultados mostram que os insiders aceleram a assimetria de informações para proteger seus interesses pessoais, o que posteriormente causa a redução do retorno das ações. Conseqüentemente, verificou-se que a relação entre a assimetria de informações e retornos de ações é negativa. Os resultados mostram que os <i>insiders</i> e a competição industrial têm implicações para a governança corporativa e para as políticas de liquidez do mercado de ações.
Cormier <i>et al.</i> (2009)	Nossos resultados sugerem que a quantitativa (<i>hard</i>) de divulgação do capital social e humano reduz a assimetria de informação. Além disso, o indicativo (<i>soft</i>) do disclosure do capital humano está marginalmente associado com uma redução na assimetria de informação. Como esperado, o tamanho da empresa reduz o

Cormier <i>et al.</i> (2009)	impacto do disclosure sobre a volatilidade dos preços das ações. Além disso, parece que a empresa leva em conta os custos finais e benefícios aos acionistas para determinar os atributos do seu disclosure. Além disso, parece que a governança eficiente leva a uma maior transparência na quantitativa de disclosure do capital humano, enquanto a extensão de opções de ações do CEO conduz a uma menor transparência no disclosure do capital social, seja <i>soft</i> ou <i>hard</i> .
Drobetz <i>et al.</i> (2010)	Dada a alta assimetria de informação, o valor de mercado do caixa é maior se a proteção dos investidores é melhor e a qualidade da governança corporativa é mais alta.
Fauver e Naranjo (2010)	As empresas que são menos transparentes enfrentam maiores custos de agência, têm governança corporativa mais fraca, têm maiores problemas de assimetria de informação e têm acompanhamento global mais pobre.
Jiang <i>et al.</i> (2011)	Os resultados revelam que a concentração da propriedade em geral é significativamente e positivamente associada com bid-ask spreads (<i>proxy</i> para a assimetria de informação) observados em torno de datas de lançamento do relatório anual. Esse achado reforça a hipótese de seleção adversa e, de maneira importante, este efeito é mais pronunciado para as instituições financeiras e para as categorias de propriedade controladas pelos gerentes. Quando o disclosure voluntário é levado em conta, os resultados demonstram que o disclosure atenua significativamente o risco de assimetria de informação associado com a concentração de propriedade. Este efeito é particularmente pronunciado para as empresas com estruturas de propriedade controladas pelos gerentes. Os resultados destacam a importância do disclosure corporativo em estruturas de propriedade concentradas, especialmente estruturas de propriedade controladas pelos gerentes, na redução da assimetria de informação e melhoria da eficiência do mercado.
Liao <i>et al.</i> (2009)	No geral, encontraram que o impacto do trabalho excedente na sensibilidade da performance do turnover gerencial depende significativamente de ambas as proxies da assimetria de informação (tamanho da empresa e o método de controle do Estado). Os resultados apoiam a implicação de Lin <i>et al.</i> (1998) que os encargos políticos pesados reduzem mais a sensibilidade da performance do turnover para as estatais com maior assimetria de informação.
Liu e Lai (2012)	Os autores argumentam que a transparência limitada de operações de empresas organizacionalmente complexas e a informação para investidores aumentam as exigências por auditores de qualidade superior, a fim de reduzir os custos de assimetria de informação e para melhorar o valor da empresa através da redução da assimetria de informação.
Rutherford e Buchholtz (2007)	Os achados deste estudo indicam que aumentos na proporção de conselheiros externos foram associados ao aumento da qualidade de informação dos conselhos e à busca de informação pró-ativa. Da mesma forma, o aumento dos outsiders foi associado ao aumento da frequência de interação dos conselhos. Assim, os conselhos com características estruturais longas associadas com a vigilância do conselho parecem se engajar em comportamentos que visam melhorar a informação que eles possuem. Estes resultados fornecem suporte para as previsões da teoria da agência de que a assimetria de informação desempenha um papel central na governança corporativa.
Wang e Zhang (2009)	Os autores encontraram que o spread de crédito se espalha (amplia), com um aumento de participações de capital por investidores transitórios (dedicados) e mais ainda para os títulos com vencimento mais curto e qualidade de crédito inferiores. Estes resultados são favoráveis à explicação da assimetria de informação, mas não à governança corporativa que não prevê o efeito sobre spread de crédito pelos investidores transitórios, que são menos propensos a acompanhar.
Kang e Kim (2010)	Em geral, os resultados sugerem que o grau de assimetria de informação que os adquirentes estrangeiros enfrentam no país de acolhimento é um determinante importante das suas atividades de governança em metas nacionais e que o mercado de ações leva em conta as assimetrias de informação do adquirente associadas com as atividades de governança ao avaliar o valor do alvo.

DISCUSSÃO

Como se pode observar, após a apreciação do Quadro 1, a grande maioria dos estudos utiliza a abordagem do *bid-ask spread* para medir a assimetria de informação. Boa parte dos estudos também utiliza o erro e/ou a dispersão da previsão dos analistas sobre o preço da ação e outros utilizam a volatilidade do preço das ações ou o PIN (Probabilidade de Negociação Informada).

Alguns autores utilizaram ainda o Q de Tobin, o tamanho da empresa, o risco sistemático, o *free float* e os gastos em P&D, além de outras medidas alternativas, como *proxies* para a assimetria de informação. Há estudos que testaram a assimetria de informação sob várias *proxies*, visando mitigar os problemas de heterogeneidade e proporcionar maior robustez aos resultados.

Desta forma, percebe-se que não há um método consolidado para a mensuração da assimetria de informação nas diversas pesquisas ao redor do mundo. Mas, há uma tendência à utilização do *bid-ask spread* e do erro e/ou da dispersão da previsão dos analistas sobre o preço da ação para medir a assimetria informacional.

No que se refere ao Quadro 2, após a sua apreciação, pode-se observar que há diversas relações descobertas entre a assimetria de informação e os determinantes da governança corporativa das empresas; a maior parte isoladas. Dentre elas, destaca-se o fato de que mecanismos de governança corporativa, como a transparência e a independência do conselho são fatores importantes na redução dos problemas de informação assimétrica. Além disso, as participações percentuais de ações de conselheiros e diretores também são sensíveis à assimetria de informação.

A partir dos resultados dos estudos, verifica-se que, quanto mais informações forem divulgadas, a assimetria de informação entre a administração e os investidores se estreita. Logo, boas práticas de governança corporativa podem ser um fator relevante que ajuda a atenuar os problemas de agência e a assimetria de informação entre empresas e investidores e que, indiretamente, reduz o custo do capital e, concomitantemente, leva a um menor *spread* e *spread* cotado efetivos, o que implica que as ações terão melhor liquidez de mercado.

Outra relação importante é que os custos de informação assimétrica tendem a ser maiores em ambientes de proteção dos investidores relativamente pobres, porque os mecanismos de proteção dos investidores fracos e as perspectivas econômicas pobres levam a uma maior expropriação pelos gestores e, portanto, a maiores custos de informação assimétrica.

Ao analisar os estudos, percebe-se que, por um lado, há evidências de que as instituições detentoras de um bloco de capital parecem reduzir a assimetria informacional entre a empresa e o mercado de capitais e, por outro lado, há evidências de que o grau de assimetria de informação aumenta com a concentração de propriedade. Contudo, o acompanhamento dos analistas contribui para reduzir esta assimetria de informação associada à concentração de propriedade.

Os resultados da pesquisa também mostram que os *insiders* e a competição industrial contribuem para o problema da assimetria de informação, trazendo implicações para a governança corporativa das empresas. E destaca-se a importância do *disclosure* corporativo em estruturas de propriedade concentradas, especialmente estruturas de propriedade controladas pelos gerentes, na redução da assimetria de informação e melhoria da eficiência do mercado. Estas questões também aumentam as exigências por auditores de qualidade superior, a fim de reduzir os custos de informação assimétrica.

CONSIDERACOES FINAIS

Este artigo teve como objetivo investigar as descobertas sobre a relação entre governança corporativa e assimetria de informação nas diversas pesquisas ao redor do mundo e identificar

como é medida a assimetria informacional nestas pesquisas; a partir do levantamento do estado da arte sobre governança corporativa e assimetria de informação ao redor do mundo.

Para isso, foi realizada uma pesquisa exploratória de abordagem qualitativa por meio da técnica bibliográfica, centrando-se nos artigos abrangidos pela base de dados da Capes, sem restrição de período ou de idioma. Desta forma, chegou-se a uma amostra final de 36 (trinta e seis) artigos, todos internacionais, os quais foram analisados pela técnica de análise de conteúdo.

Os resultados mostram que quase metade (47,22%) dos artigos investigados não definiram uma *proxy* para a assimetria de informação. Dentre os que definiram, verificou-se uma grande variedade de *proxies* e percebe-se que não há um método consolidado para a mensuração da assimetria de informação. Mas, há uma tendência à utilização do *bid-ask spread* e do erro e/ou da dispersão da previsão dos analistas sobre o preço da ação para medir a assimetria informacional.

Os resultados mostram também que mais de quarenta por cento (41,67%) dos artigos investigados não estabeleceram uma relação clara e consistente entre a assimetria de informação e a governança corporativa. Dentre os que estabeleceram, verificou-se que há diversas relações descobertas pelos autores entre a assimetria de informação e os determinantes da governança corporativa das empresas; a maior parte isoladas. Dentre elas, destaca-se o fato de que mecanismos de governança corporativa, como a transparência e a independência do conselho são fatores importantes na redução dos problemas de informação assimétrica.

Assim, conclui-se que o número de pesquisas realizadas e divulgadas internacionalmente com o intuito de verificar a relação existente entre a governança corporativa e a assimetria de informação ainda é pequeno e as descobertas ainda são incipientes. Desta forma, configura-se um grande espaço para a realização de pesquisas com este intuito, podendo explorar o impacto dos diversos aspectos da governança corporativa na assimetria de informação, bem como verificar a consistência das *proxies* utilizadas, especialmente para a assimetria informacional.

REFERÊNCIAS

ACHLEITNER, A. K.; BETZER, A.; GIDER, J.. Do Corporate Governance Motives Drive Hedge Fund and Private Equity Fund Activities? **European Financial Management**, v.16, n. 5, p.805-828, 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-036X.2010.00557.x>

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D.. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração**, São Paulo, v.39, n.4, p.338-347, 2004.

AKERLOF, G. A.. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v.84, n.3, p.488-500, 1970.

ANUCHITWORAWONG, C.. The Value of Principles-Based Governance Practices and the Attenuation of Information Asymmetry. **Asia-Pacific Financial Markets**, v.17, n. 2, p.171-207, 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10690-010-9114-4>

- ARMSTRONG, C. S.; BALAKRISHNAN, K.; COHEN, D.. Corporate governance and the information environment: Evidence from state antitakeover laws. **Journal of Accounting and Economics**, v.53, n.1-2, p.185-204, 2012. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.06.005>
- BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C.. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v.63, n.1, p.51-62, 2009.
- BEBCZUK, R. N.. **Informacion Asimétrica en Mercados Financieros**. Madri: Cambridge University Press, 2000.
- BERLE, A.; MEANS, G.. **The modern corporation and private property**. New York: Harcourt, 1932.
- BERTUCCI, J.; BERNADES, P.; BRANDÃO, M.. Políticas e práticas de governança corporativas em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração**, v.41, n.2, p.183-196, 2006.
- BESSIRE, D.. Transparency: a two-way mirror?(a method to reduce information asymmetry of corporate governance). **International Journal of Social Economics**, v.32, n.5, p.424-438, 2005. DOI: <http://dx.doi.org/10.1108/03068290510591272>
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J.. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v.32, p.237-333, 2001. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- 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. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2011.06.002>
- CHANG, J. H.; CHO, Y. J.; SHIN, H.H.. The change in corporate transparency of Korean firms after the Asian financial crisis: an analysis using analysts' forecast data. **Corporate Governance: An International Review**, v.15, n.6, p.1144-1167, 2007.
- CHANG, S. C.; CHEN, S. S.; LIU, Y.C.. Why firms use convertibles: A further test of the sequential-financing hypothesis. **Journal Of Banking & Finance**, v.28, n.5, p.1163-1183, 2004. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(03\)00117-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(03)00117-1)
- CHEN, W.; CHUNG, H.; LEE, C.; LIAO, W.. Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings. **Corporate Governance: An International Review**, v.15, n.4, p.644-660, 2007.
- CHU, E. Y.; SONG, S. I.. Insider Ownership and Industrial Competition: Causes and Consequences of Information Asymmetry. **ASEAN Economic Bulletin**, v.27, n.3, p.263-280, 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.1353/ase.2010.0024>
- CHUNG, H. M.. Investor protection and the liquidity of cross-listed securities: Evidence from the ADR market. **Journal of Banking & Finance**, v.30, n.5, p.1485-1505, 2006. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.03.021>
- CORMIER, D.; AERTS, W.; LEDOUX, M. J.; MAGNAN, M.. Attributes of Social and Human Capital Disclosure and Information Asymmetry between Managers and Investors. **Canadian Journal of Administrative Sciences – Revue Canadienne des Sciences**, v.26, n.1, p.71-88, 2009. DOI: <http://dx.doi.org/10.1002/CJAS.89>
- CORMIER, D.; LEDOUX, M.; MAGNAN, M.; AERTS, W.. Corporate governance and information asymmetry between managers and investors. **Corporate Governance**, v.10, n.5, p.574-589, 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.1108/14720701011085553>
- DEMIRALP, I.; D'MELLO, R.; SCHLINGEMANN, F. P.; SUBRAMANIAM, V.. Are there monitoring benefits to institutional ownership? Evidence from seasoned equity offerings. **Journal of Corporate Finance**, v.17, n.5, p.1340-1359, 2011. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.07.002>

DROBETZ, W.; GRUNINGER, M. C.; HIRSCHVOGL, S.. Information asymmetry and the value of cash. **Journal of Banking & Finance**, v.34, n.9, p.2168-2184, 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.02.002>

EDLIN, A. S.; STIGLITZ, J. E.. Discouraging rivals: managerial rent-seeking and economic inefficiencies. **American Economic Review**, v.85, n.5, p.1301-1312, 1995.

FAMA, E. F.. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v.88, n.2, p.288-307, 1980. DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/260866>

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C.. Separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v.26, n.2, p.301-25, 1983.

FAUVER, L.; NARANJO, A.. Derivative usage and firm value: The influence of agency costs and monitoring problems. **Journal of Corporate Finance**, v.16, n.5, p.719-735, 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.09.001>

GEORGE, T. J.; KAUL, G.; NIMALENDRAN, M.. Estimation of the bid-ask spread and its components: A new approach. **Review of Financial Studies**, v.4, p.623-656, 1991.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T.. A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence. **Contemporary Finance Digest**, v.2, n.3, p.10-34, 1998.

GILLAN, S. L.. Recent developments in corporate governance: an overview. **Journal of corporate finance**, v.12, p.381-402, 2006. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002>

HOLM, C.; SCHØLER, F.. Reduction of Asymmetric Information Through Corporate Governance Mechanisms – The Importance of Ownership Dispersion and Exposure toward the International Capital Market. **Corporate Governance: An International Review**, v.18, n.1, p.32-47, 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00777.x>

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4 ed. São Paulo: IBGC, 2009.

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

JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v.76, n.2, p.323-329, 1986.

JIANG, H.; HABIB, A.; HU, B.. Ownership concentration, voluntary disclosures and information asymmetry in New Zealand. **The British Accounting Review**, v.43, n.1, p.39-53, 2011. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.bar.2010.10.005>

KANAGARETNAM, K.; LOBO, G. J.; WHALEN, D. J.. Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? **Journal of Accounting and Public Policy**, v.26, n.4, p.497-522, 2007. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2007.05.003>

KANG, J.; KIM, J.. Do foreign investors exhibit a corporate governance disadvantage? An information asymmetry perspective. **Journal of International Business Studies**, v.41, p.1415-1438, 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.1057/jibs.2010.18>

KLAPPER, L.; LOVE, I.. Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v.10, n.5, p.703-728, 2004. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.. Corporate ownership around the world. **Journal of finance**, v.54, n.2, p.471-517, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v.57, n.3, p.1147-1170, 2002. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00457>

- LIAO, G.; CHEN, X.; JING, X.; SUN, J.. Policy burdens, firm performance, and management turnover. **China Economic Review**, v.20, n.1, p.15-28, 2009. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.chieco.2008.11.005>
- LIN, Y.; CAI, F.; LI, Z.. Competition, policy burdens, and state-owned enterprise reform. **American Economic Review**, v.88, n.2, p.422-427, 1998.
- LIU, C. L.; LAI, S. M.. Organizational Complexity and Auditor Quality. **Corporate Governance: An International Review**, v.20, n.4, p.352-368, 2012. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00914.x>
- MACAGNAN, C. B. MACAGNAN, C.B. **Condicionantes e implicación de revelar activos intangibles**. Tese (Doutorado) – Universitat Autònoma de Barcelona, 2007.
- MORCK, R. K.. **A history of corporate governance around the world**. Chicago: NBER, 2005.
- MOREIRAS, L. M. F.. **Os efeitos da governança corporativa sobre a informação assimétrica**. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.
- MYERS, S.; MAJLUF, N.. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors do Not Have. **Journal of Financial Economics**, v.13, p.187-221, 1984.
- OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Corporate governance in Ásia: asian roundtable on corporate governance**. France: OCDE, 2011.
- PAWLINA, G.; RENNEBOOG, L.. Is investment-cash flow sensitivity caused by agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK. **European Financial Management**, v.11, n.4, p.483-513, 2005.
- RUTHERFORD, M. A.; BUCHHOLTZ, A. K.. Investigating the Relationship Between Board Characteristics and Board Information. **Corporate Governance: An International Review**, v.15, n.4, p.576-584, 2007.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W.. Management entrenchment: the case of manager-specific investments. **Journal of Financial Economics**, v.25, n.1, p.123-139, 1989. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W.. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v.52, n.2, p.737-783, 1997. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- SROUR, G.. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **RBE**, Rio de Janeiro, v.59, n.4, p.635-674, 2005.
- TIROLE, J.. **The Theory of Corporate Finance**. 1 ed. Princeton: Princeton University Press, 2005.
- VIEIRA, S. P.. Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.11, n.22, p.103-122, 2004.
- WANG, A. W.; ZHANG, G. Y.. Institutional ownership and credit spreads: An information asymmetry perspective. **Journal of Empirical Finance**, v.16, n.4, p.597-612, 2009. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2009.04.002>
- WEIR, C.; LAING, D.. Ownership structure, board composition and the market for corporate control in the UK: an empirical analysis. **Journal of Applied Economics**, v.35, n.16, p.1747-1759, 2003. DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/0003684032000155454>