



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**LUCAS BRASIL CASIMIRO**

**ANÁLISE DA ESTRUTURA DE CAPITAL DIANTE DO NÍVEL DE ASSIMETRIA DE  
INFORMAÇÃO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

**JOÃO PESSOA  
2019**

**LUCAS BRASIL CASIMIRO**

**ANÁLISE DA ESTRUTURA DE CAPITAL DIANTE DO NÍVEL DE ASSIMETRIA DE  
INFORMAÇÃO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida

**JOÃO PESSOA**  
**2019**

**Catálogo na publicação**  
**Seção de Catalogação e Classificação**

C339a Casimiro, Lucas Brasil.

Análise da estrutura de capital diante do nível de  
assimetria de informação das empresas listadas na B3 /  
Lucas Brasil Casimiro. - João Pessoa, 2019.  
35 f. : il.

Orientação: Moisés Araújo Almeida.  
Monografia (Graduação) - UFPB/CCSA.

1. Assimetria informacional. 2. Estrutura de capital.  
3. Teoria pecking order. 4. Teoria trade-off. I.  
Almeida, Moisés Araújo. II. Título.

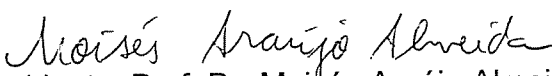
UFPB/BC

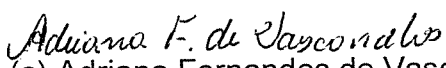
**LUCAS BRASIL CASIMIRO**

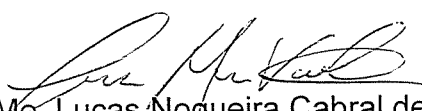
**ANÁLISE DA ESTRUTURA DE CAPITAL DIANTE DO NÍVEL DE ASSIMETRIA DE  
INFORMAÇÃO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Esta monografia foi julgada adequada para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, e aprovada em sua forma final pela Banca Examinadora designada pela Coordenação do TCC em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

**BANCA EXAMINADORA**

  
Presidente: Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida  
Instituição: UFPB

  
Membro: Prof.(a) Dr.(a) Adriana Fernandes de Vasconcelos  
Instituição: UFPB

  
Membro: Prof. Me. Lucas Nogueira Cabral de Vasconcelos  
Instituição: UFPB

João Pessoa, 17 de setembro de 2019.

*Dedico este Trabalho aos meus pais,  
RAIMUNDO NONATO e ZÉLIA BRASIL,  
pelo esforço, dedicação e apoio em todos  
os momentos da minha vida.*

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus, o Criador e Consumador de todas as coisas, por guiar-me em graça conforme Sua boa, perfeita e agradável vontade.

Aos meus pais, Raimundo Nonato e Zélia Brasil, por todo o amor, esforço, dedicação e apoio.

Aos irmãos em Cristo, pelas orações e auxílio ao longo da caminhada;

Aos professores do curso de Ciências Contábeis, em especial ao Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida, por toda sua dedicação e zelo no exercício do magistério.

Enfim, a todos que direta ou indiretamente contribuíram com a minha formação. Muito obrigado!

“Porque dele, e por meio dele, e para ele  
são todas as coisas. A ele, pois, a glória  
eternamente. Amém!”.

Romanos 11.36 ARA

## RESUMO

Este trabalho teve como objetivo investigar se há diferença na estrutura de capital diante de níveis distintos de informação assimétrica, utilizando as empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). A pesquisa foi fundamentada pela Teoria *trade-off* e pela Teoria *pecking order* e buscou verificar a qual delas se alinham as empresas com maior e menor nível de informação assimétrica. A amostra foi composta por 291 empresas com dados disponíveis no ano de 2018. Para identificar as empresas com maior e menor nível de informação assimétrica foram utilizadas as variáveis: intensidade de negócio, *proxy bid-ask spread*, liquidez em bolsa, emissão de *American Depositary Receipts* (ADRs), e participação em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Para alcance do objetivo proposto, foi utilizado o teste de médias *Wilcoxon-Mann-Whitney*. Observou-se que as variáveis que apresentaram significativa diferença entre as médias de endividamento foram liquidez em bolsa, emissão de ADRs e NDGC. Os resultados alcançados em todas as variáveis significativas demonstraram que quanto menor o nível de assimetria informacional, menor o nível de endividamento das empresas, sinalizando que empresas com menor nível de assimetria de informação tendem a buscar outras formas de financiamento, que não a contração de dívidas, enquanto empresas que possuem um nível mais elevado de assimetria informacional emitem mais títulos de dívida. O resultado alinha-se à teoria *pecking order*, indicando que as empresas não têm o interesse de aumentar seus níveis de endividamento, entretanto, em um cenário onde há assimetria informacional, os títulos de dívidas são uma opção de financiamento com menor sensibilidade aos problemas gerados pela informação assimétrica.

**Palavras-chave:** Assimetria informacional. Estrutura de capital. Teoria *pecking order*. Teoria *trade-off*.

## ABSTRACT

This study aimed to investigate if there is a difference in the capital structure in view of distinct levels of asymmetric information, using the listed companies in *Brasil, Bolsa, Balcão* (B3). The research was based on the Trade-Off Theory and Pecking Order Theory and sought to verify which of them are the companies with the highest and lowest level of asymmetric information. The sample consisted of 291 companies with data available in 2018. To identify the companies with the highest and lowest level of asymmetric information, the following variables were used: business intensity, proxy bid-ask spread, stock market liquidity, issuance of American Depositary Receipts (ADRs), and participation in Differentiated Levels of Corporate Governance. To reach the proposed objective, the Wilcoxon-Mann-Whitney means test was used. The variables that showed significant difference between the average debt levels were liquidity in the stock market, issuance of ADRs and NDGC. The results achieved in all significant variables showed that the lower the level of information asymmetry, the lower the level of corporate indebtedness, indicating that companies with lower level of information asymmetry tend to seek other forms of financing than debt contraction, while companies that have a higher level of informational asymmetry issue more debt securities. The result is in line with the pecking order theory, indicating that companies are not interested in increasing their debt levels, however, in a scenario where there is informational asymmetry, debt securities are a financing option with less sensitivity to the problems generated by asymmetric information.

**Keywords:** Capital structure. Informational asymmetry. Pecking order theory. Trade-off theory.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da amostra .....	23
Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis .....	27
Tabela 3 – Testes de normalidade da amostra .....	28
Tabela 4 – Teste de médias utilizando a intensidade de negócio .....	28
Tabela 5 – Teste de médias utilizando o <i>bid-ask spread</i> .....	29
Tabela 6 – Teste de médias utilizando a liquidez em bolsa .....	29
Tabela 7 – Teste de médias utilizando a emissão de ADRs .....	30
Tabela 8 – Teste de médias utilizando o NDGC .....	31

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
AT	Ativo Total
B3	Brasil, Bolsa Balcão
BAS	<i>Bid-Ask Spread</i>
DebLP	Debêntures de Longo Prazo
FinLP	Financiamentos de Longo Prazo
LIQ	Liquidez em Bolsa
M&M	Modigliani e Miller
NDGC	Nível Diferenciado de Governança Corporativa
POLP	Passivo Oneroso de Longo Prazo

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
1.1	TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA .....	14
1.2	OBJETIVOS .....	14
<b>1.2.1</b>	<b>Objetivo geral .....</b>	<b>14</b>
<b>1.2.2</b>	<b>Objetivos específicos .....</b>	<b>14</b>
1.3	JUSTIFICATIVA .....	15
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>16</b>
2.1	ESTRUTURA DE CAPITAL .....	16
<b>2.1.1</b>	<b>Teoria <i>trade-off</i> .....</b>	<b>17</b>
<b>2.1.2</b>	<b>Teoria <i>pecking order</i> .....</b>	<b>17</b>
<b>2.1.3</b>	<b>Determinantes da estrutura de capital .....</b>	<b>18</b>
2.1.3.1	Rentabilidade .....	18
2.1.3.2	Estrutura dos ativos.....	19
2.1.3.3	Oportunidade de crescimento .....	19
2.1.3.4	Benefícios fiscais não gerados pelo endividamento .....	19
2.1.3.5	Tamanho da empresa.....	20
2.1.3.6	Risco do negócio .....	20
2.2	ASSIMETRIA INFORMACIONAL .....	20
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA .....</b>	<b>22</b>
3.1	TIPOLOGIA DE PESQUISA .....	22
3.2	COLETA DE DADOS E AMOSTRA .....	22
3.3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....	23
<b>3.3.1</b>	<b>Indicador da estrutura de capital .....</b>	<b>23</b>
<b>3.3.2</b>	<b>Indicadores da assimetria informacional .....</b>	<b>24</b>
3.3.2.1	Intensidade de negócio .....	24
3.3.2.2	<i>Bid-ask spread</i> .....	24
3.3.2.3	Liquidez em bolsa.....	25
3.3.2.4	Emissão de <i>american depositary receipts</i> (ADRs) .....	26
3.3.2.5	Nível diferenciado de governança corporativa (NDGC).....	26
<b>4</b>	<b>ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>27</b>
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS .....	27
4.2	TESTES DE NORMALIDADE DA AMOSTRA.....	27
4.3	RESULTADOS POR NÍVEL DE ASSIMETRIA INFORMACIONAL.....	28
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>32</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>33</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Discussões acerca de como as empresas financiam suas atividades ganharam destaque desde a década de 1950, com as primeiras inferências de Durand (1952), que afirmou a existência de uma estrutura de considerada ótima para as empresas. Posteriormente, novas pesquisas foram instigadas pelos estudos de Modigliani e Miller (1958), também nomeados de M&M, quando discutiram acerca da irrelevância da estrutura de capital no valor da empresa partindo-se de um cenário perfeito, surgindo, após isso, abordagens teóricas, dentre as quais se destacam as teorias *trade-off* e *pecking order*.

A teoria *trade-off*, segundo Myers (1984), defende que as empresas devem buscar uma estrutura de capital ótima, maximizando os benefícios e minimizando os custos de endividamento. Modigliani e Miller (1963) afirmam que o principal benefício de optar-se por dívidas em vez do patrimônio líquido está no aspecto tributário, pois as despesas financeiras decorrentes das dívidas são dedutíveis de impostos. Assim, empresas mais alavancadas pagam menos imposto de renda.

A teoria *pecking order*, por sua vez, considera a existência de uma hierarquia de preferência dos gestores em relação às fontes de capital disponíveis (MYERS, 1984). Segundo esta teoria, as empresas se utilizarão primeiro dos recursos próprios, seguidos de títulos sem risco, títulos arriscados e, por fim, a emissão de novas ações. (BASTOS; DAVID; NAKAMURA, 2009).

Embora nenhuma das teorias apresentadas consiga explicar totalmente a estrutura de capital das empresas (MYERS, 2001), as abordagens teóricas apresentam explicações dos determinantes da estrutura de capital que se complementam entre si (FAMA; FRENCH, 2002).

Tendo em vista a importância da estrutura de capital, o desafio é identificar as variáveis que afetam os seus determinantes. Em um contexto mais recente, diversos autores têm pesquisado sobre o endividamento e os fatores que com ele se relacionam. (BASTOS; DAVID; NAKAMURA, 2009). Dentre tais fatores, pode-se destacar a informação.

Informações acerca da entidade são fundamentais. No entanto, a estrutura de capital de uma empresa não é bem definida devido à existência de assimetria informacional (MYERS; MAJLUF, 1984).

Conforme Akerlof (1970), diferentes agentes econômicos possuem níveis distintos de informação acerca da entidade. Segundo o autor, a existência de níveis informacionais assimétricos influencia o comportamento e decisões dos agentes de tal maneira que podem modificar todo o cenário de mercado. Estudos recentes apontam que a assimetria informacional constitui um dos determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras (ALBANEZ; CORRAR; VALLE, 2012; ARAÚJO; GALLINA, 2018; LEITE; SAVARIZ; SILVA, 2018).

## 1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

Diante da relevância das decisões de financiamento para o valor da empresa e das modificações que a assimetria informacional pode causar no mercado, o presente trabalho busca responder à seguinte pergunta: **Quais são as diferenças apresentadas na estrutura de capital diante do nível de informação assimétrica das empresas listadas na B3 em 2018?**

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1. Objetivo geral

A presente pesquisa visa investigar quais são as diferenças apresentadas na estrutura de capital diante do nível de informação assimétrica das empresas listadas na B3 em 2018.

### 1.2.2 Objetivos específicos

- a) Identificar as empresas listadas na B3 com maior e menor nível de assimetria informacional.
- b) Identificar quais variáveis métricas da assimetria informacional apresentam diferenças significativas segundo o nível de endividamento;
- c) Investigar como as empresas com maior e menor nível de assimetria informacional se alinham, com base nas Teorias *trade-off* e *pecking order*.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

A realização deste estudo justifica-se pela relevância da estrutura de capital na compreensão do funcionamento do mercado, consistindo em um importante item de discussão nas finanças corporativas, partindo do entendimento que gestores e investidores não possuem o mesmo nível de informação acerca da entidade (AKERLOF, 1970).

Verificar como a estrutura de capital se comporta diante de níveis diferenciados de assimetria informacional é uma abordagem pertinente na compreensão dos meios com os quais as empresas financiam suas atividades.

Pesquisas anteriores acerca do tema afirmam que a assimetria informacional constitui fator determinante da estrutura de capital das empresas (ALBANEZ; VALLE, 2009; ALBANEZ; CORRAR; VALLE, 2012; ARAÚJO; GALLINA, 2018; LEITE; SAVARIZ; SILVA, 2018). O presente trabalho se diferencia dos demais no aspecto metodológico da análise, verificando quais são as modificações apresentadas na estrutura de capital de grupos com níveis diferentes de informação assimétrica, associando-os às abordagens das teorias *trade-off* e *pecking order*.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção consiste na apresentação das principais teorias que abordaram os temas estrutura de capital e assimetria informacional, apresentando os fundamentos com os quais o trabalho foi elaborado.

### 2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

Para Semedo (2015), a discussão acerca da estrutura de capital de empresas refere-se à escolha entre as duas diferentes fontes de financiamento que as mesmas têm a sua disposição para suprir as suas necessidades financeiras: capitais próprios e/ou capitais de terceiros.

Abordando o assunto, Durand (1952) defendeu a existência de uma estrutura de capital considerada ótima. Segundo ele, haveria um ponto ótimo no qual o custo de capital de terceiros permaneceria estável até determinado nível de endividamento e, ultrapassando-o, a empresa passaria a gerar mais custos para o financiamento de suas atividades, visto que aumentaria sua propensão ao risco de falência.

A discussão do tema foi intensificada com os estudos de Modigliani e Miller (1958), que desencadearam uma série de pesquisas acerca da relevância da estrutura de capital e a influência que tais decisões exercem sobre o valor de mercado da empresa.

Discordando do que foi apresentado por Durand (1952), estes autores afirmaram que, sob um contexto de mercado perfeito, a estrutura de financiamento adotada por uma empresa seria irrelevante ao seu valor, assim, o valor de uma empresa seria impactado apenas pelas suas decisões de investimento (BASTOS; DAVID; NAKAMURA, 2009). Segundo Almeida (2014), o trabalho de M&M (1958) é o ponto de partida de grande parte do referencial teórico que existe hoje, por ter salientado quais são as premissas que podem impactar na estrutura de capital das empresas.

Dentre as teorias sobre estrutura de capital, destacam-se duas abordagens teóricas: *trade-off* e *pecking order*.

### 2.1.1 Teoria *trade-off*

A teoria *trade-off*, segundo Myers (1984), defende que as empresas devem buscar uma estrutura de capital ótima, maximizando os benefícios e minimizando os custos de endividamento. Segundo Modigliani e Miller (1963), o principal benefício encontrado quando se opta por utilizar dívidas em vez do patrimônio líquido está no aspecto tributário, visto que os juros incorridos são dedutíveis de impostos, enquanto os fluxos de caixa do patrimônio líquido não são, podendo ser afirmado que quanto maior a alavancagem da empresa, menor o montante de imposto de renda pago (BASTOS; DAVID; NAKAMURA, 2009).

Conforme Almeida (2014), a estrutura de capital ótima deve ser determinada buscando o equilíbrio entre os efeitos dos impostos e os custos de falência associados à alavancagem. Assim, segundo a teoria, a empresa deve utilizar capitais próprios e de terceiros na proporção em que os benefícios fiscais marginais gerados pela dívida forem iguais ao custo marginal ligado à probabilidade de falência pelo uso de capital de terceiros (MYERS, 1984).

### 2.1.2 Teoria *pecking order*

A teoria *pecking order*, por sua vez, considera a existência de uma hierarquia de preferência dos gestores em relação às fontes de capital disponíveis (MYERS, 1984). Assim, as firmas seguem uma ordem hierárquica no financiamento dos seus investimentos, preferindo recursos próprios, títulos sem risco, títulos arriscados e, por fim, a emissão de novas ações, nesta ordem de preferência (BASTOS; DAVID; NAKAMURA, 2009).

Myers (1984) defende que, no modelo *pecking order*, as empresas não têm interesse de aumentar seus níveis de endividamento quando os fluxos de caixas são suficientes para financiar suas atividades e futuros investimentos. Assim, espera-se que o nível de endividamento decresça quando os investimentos não forem superiores ao lucro (BASTOS; DAVID; NAKAMURA, 2009).

No entanto, de acordo com a teoria, a estrutura de capital de uma empresa não é bem definida devido à existência de assimetria informacional (MYERS; MAJLUF, 1984). Visto que os gestores das empresas possuem mais informações que os credores e investidores acerca do valor dos ativos e perspectivas futuras, tais

investidores temem que os preços das dívidas e, principalmente, das ações, sejam fixadas erroneamente pelo mercado. Assim, o financiamento externo por meio de ações é utilizado somente quando a empresa atingir sua capacidade máxima de endividamento (MYERS; MAJLUF, 1984).

### **2.1.3 Determinantes da estrutura de capital**

Embora sejam de grande contribuição para as pesquisas relacionadas ao tema, nenhuma linha teórica consegue explicar exhaustivamente a estrutura de capital das empresas (MYERS, 2001). Segundo Fama e French (2002), as abordagens teóricas apresentam explicações dos determinantes da estrutura de capital que se complementam entre si.

É importante, portanto, apresentar os fatores que estão presentes na literatura empírica acerca da estrutura de capital e têm sido considerados como determinantes na forma como as empresas financiam suas atividades e investimentos, destacando-se: rentabilidade, estrutura dos ativos, oportunidade de crescimento, benefícios fiscais não gerados pelo endividamento, tamanho da empresa, e risco do negócio (ALBANEZ; VALE, 2009; RAJAN; ZINGALES, 1995; TITMAN; WESSELS, 1988; WALD, 1999).

#### **2.1.3.1 Rentabilidade**

Sob a perspectiva da teoria *trade-off*, a rentabilidade possui uma relação positiva com o endividamento. Jensen e Meckling (1976) afirmam que gestores de empresas rentáveis buscarão reduzir os custos de agência aumentando a proporção de dívidas.

Já na teoria *pecking order*, empresas com maior lucratividade buscarão se autofinanciar com os lucros retidos, visto que fontes internas são menos onerosas à entidade (MYERS, 1984). Nesta, a relação da rentabilidade com o endividamento é negativa.

### 2.1.3.2 Estrutura dos ativos

Conforme a teoria *trade-off*, a estrutura dos ativos da empresa é diretamente proporcional à sua capacidade de endividamento, visto que os ativos da companhia podem ser usados como garantia, diminuindo os custos de agência de crédito (JENSEN E MECKLING, 1976) e, conseqüentemente, otimizando as condições para contração de dívidas. Assim, os custos de agência, relacionados à assimetria informacional, podem ser reduzidos se a empresa tem ativos suficientes para lidar com o risco moral (ALMEIDA, 2014).

No modelo *pecking order*, as empresas com mais ativos tangíveis tendem a depender de financiamento por meio de ações, visto que possuem assimetria informacional menor. A relação entre a estrutura dos ativos e o endividamento, neste caso, é negativa (HARRIS E RAVIV, 1991).

### 2.1.3.3 Oportunidade de crescimento

Segundo Cajueiro *et al.* (2012), sob a perspectiva da teoria *trade-off*, a relação entre a oportunidade de crescimento e o endividamento é negativa, uma vez que quanto maior a oportunidade de crescimento, mais a empresa será incentivada a preparar-se para investir futuramente, implicando na manutenção de um menor índice de endividamento.

Já para Myers (1984), conforme a teoria *pecking order*, as oportunidades de investimento têm origem em fortes necessidades de financiamento. Assim, o impacto do crescimento é positivo no endividamento.

### 2.1.3.4 Benefícios fiscais não gerados pelo endividamento

De acordo com a teoria *trade-off*, as empresas são incentivadas a contraírem dívidas visando os benefícios fiscais que o ônus da dívida trará. Entretanto, se as empresas têm benefícios fiscais não gerados pelo endividamento, como é o caso da depreciação, elas serão menos estimuladas a endividar-se.

A abordagem *pecking order* também propõe uma relação negativa entre os benefícios fiscais não gerados pela dívida e o endividamento.

### 2.1.3.5 Tamanho da empresa

Evidências empíricas confirmam que o tamanho da empresa exerce influência direta sobre o nível de endividamento. (TITMAN E WESSELS, 1988). Alinhado à teoria *trade-off*, Rajan e Zingales (1995), relacionam o tamanho à probabilidade de falência. Assim, empresas maiores possuem maior diversificação dos seus negócios, apresentando menores custos de falência e, conseqüentemente, aumentando a capacidade de endividamento (CAJUEIRO, *et al.*, 2012).

Na perspectiva da teoria *pecking order*, o efeito esperado do tamanho pode ser positivo ou negativo. Em empresas maiores, cuja assimetria informacional é menor, há maior acessibilidade ao mercado de capitais, permitindo a emissão de ações. Já as empresas menores, nas quais a informação assimétrica é maior, os custos para financiamentos externos são maiores, dificultando a emissão de dívidas, sendo preferível o financiamento com recursos internos (RAJAN; ZINGALES, 1995).

### 2.1.3.6 Risco do negócio

A relação negativa entre o nível de endividamento e o risco do negócio também é um ponto de convergência entre as abordagens teóricas.

Segundo a teoria *trade-off*, empresas com maior risco tendem a contrair menos dívidas. Segundo Almeida (2014), isso acontece porque riscos elevados aumentam a probabilidade de não pagamento, refletindo em custos também maiores, fazendo com que gestores avessos ao risco evitem o endividamento excessivo.

Ainda segundo Almeida (2014), conforme a teoria *pecking order*, empresas cujo risco do negócio é elevado, tendem a acumular recursos em períodos favoráveis, a fim de evitar subinvestimentos futuros.

## 2.2 ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Conceitualmente, informação é um esclarecimento sobre os méritos ou estado de outrem (INFORMAÇÃO, 2019). No contexto organizacional, tal conceito envolve a geração de dados relevantes e fidedignos acerca do estado de uma

entidade, estabelecendo-se como alicerce para a análise das partes interessadas, a saber, os gestores e investidores.

A informação, entretanto, nem sempre está disseminada em níveis igualitários entre os agentes econômicos. É esperado, conforme Akerlof (1970), que os agentes internos detenham mais informações acerca do objeto que as demais partes interessadas, e esta possibilidade de haver informações retidas pode influenciar o comportamento de todos os agentes econômicos. Cruz (2016), baseado neste entendimento, inferiu que torna-se difícil ou dispendiosa a identificação da qualidade da informação prestada antes de efetivar a negociação, abrindo espaço para o surgimento de problemas como risco moral e seleção adversa.

O problema não reside, necessariamente, no fato de haver informações assimétricas, mas no uso de tais informações. Tal problema pode ser explicado partindo da Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), a qual explica que cada parte envolvida em uma negociação busca satisfazer seus interesses em detrimento dos interesses de outrem. É neste ponto que a detenção de informações poderá influenciar o comportamento e decisões dos agentes envolvidos.

Para Bharath, Pasquariello e Wu (2006), Agarwal e O'Hara (2007) e Albanez e Valle (2009), empresas que possuem um nível mais elevado de assimetria informacional costumam emitir mais títulos de dívida em vez de ações, quando comparadas a empresas cujo nível de assimetria informacional é mais baixo.

Alinhado a este entendimento, Albanez e Valle (2009) afirmam que, em um cenário onde exista informação assimétrica, a teoria *pecking order* prediz que, caso as empresas não possam financiar suas atividades com recursos internos, priorizarão não ações, mas títulos de dívidas, visando uma menor sensibilidade aos problemas gerados pela assimetria informacional.

Entretanto, ainda segundo Albanez e Valle (2009), empresas com menor nível de informação assimétrica possuem mais oferta de crédito, pela facilidade de avaliação que reduziria o risco de seleção adversa por parte dos credores.

### 3 METODOLOGIA

Nesta seção está apresentada a tipologia da pesquisa, informações acerca da coleta de dados, amostra, e os procedimentos metodológicos adotados para atingir o objetivo geral de investigar as diferenças apresentadas no endividamento diante do nível de assimetria informacional das empresas listadas na B3 em 2018.

#### 3.1 TIPOLOGIA DE PESQUISA

O trabalho realizado trata-se de uma pesquisa explicativa, pois busca, por meio do registro, análise, classificação e da interpretação dos fenômenos observados, identificar os fatores que determinam ou contribuem para a sua ocorrência (PRODANOV; FREITAS, 2013). A presente pesquisa assim se enquadra por investigar como a assimetria de informação se apresenta como determinante na estrutura de capital.

Em relação aos procedimentos, classifica-se como uma pesquisa documental, visto que foram utilizados dados da plataforma Economatica; e bibliográfica, devido à consulta às informações disponíveis nos livros e artigos científicos que anteriormente abordaram o tema.

Quanto à abordagem, enquadra-se como uma pesquisa de natureza quantitativa que, segundo Prodanov e Freitas (2013, p. 69), “considera tudo o que pode ser quantificável, o que significa traduzir em números [...] informações para classificá-las e analisá-las” e requer, para tanto, o uso de recursos e técnicas estatísticas.

#### 3.2 COLETA DE DADOS E AMOSTRA

O universo da pesquisa é constituído por todas as empresas listadas na B3. Destas empresas, foram selecionadas todas as que possuíam dados disponíveis no ano de 2018, exceto o setor de bancos e instituições financeiras por serem considerados de difícil comparabilidade com os demais, devido às particularidades das suas demonstrações contábeis.

A Tabela 1 mostra a formação da amostragem utilizada.

Tabela 1 - Composição da Amostra

<b>Crítérios</b>	<b>Intensidade</b>	<b>Bid-Ask</b>	<b>Liq. Bolsa</b>	<b>ADR</b>	<b>NDGC</b>
Amostra Inicial (1)	326	326	326	326	326
(-) Dados faltantes Var: Estrutura de Capital (2)	35	35	35	35	35
(-) Dados faltantes Var: Assimetria de Informação (3)	59	59	0	0	0
(=) Amostra Utilizada (4)	<b>232</b>	<b>232</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>291</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

Conforme verificado, a amostra inicial (1) foi composta por 326 empresas, sendo retiradas as empresas que não possuíam dados disponíveis relacionados às variáveis utilizadas para mensuração da estrutura de capital (2) e da assimetria informacional (3), formando a amostra utilizada para análise dos dados da pesquisa (4).

Os dados foram coletados utilizando a base de dados da plataforma Economatica, sendo classificados como dados secundários.

### 3.3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção são apresentadas as variáveis utilizadas para a evidenciação da estrutura de capital e para a mensuração do nível de informação assimétrica das empresas analisadas.

#### 3.3.1 Indicador da estrutura de capital

Para evidenciar a estrutura de capital foi utilizado o Passivo Oneroso de Longo Prazo (POLP) das empresas, que foi obtido por meio da seguinte fórmula:

$$POLP_{i,t} = \frac{FinLP_{i,t} + DebLP_{i,t}}{AT_{i,t}}$$

Sendo:

$POLP_{i,t}$  = passivo oneroso de longo prazo da empresa  $i$ , no período  $t$ ;

$FinLP_{i,t}$  = financiamentos de longo prazo da empresa  $i$ , no período  $t$ ;

$DebLP_{i,t}$  = debêntures de longo prazo da empresa  $i$ , no período  $t$ ;

$AT_{i,t}$  = Ativo total da empresa  $i$ , no período  $t$ .

### 3.3.2 Indicadores de assimetria informacional

Nessa seção, são apresentados os indicadores apontados na literatura como significativos para estimar o nível de assimetria informacional das empresas. Tais indicadores foram utilizados como *proxies*, classificados com base na mediana da variável para indicar um maior ou menor nível de informação assimétrica.

#### 3.3.2.1 Intensidade de negócio

Segundo Albanez (2008), o volume de negociação de uma empresa é uma medida potencial do seu nível de assimetria. Conforme a autora, quando a empresa possui uma maior intensidade de negociação, é possível que mais informações possam estar formando seu preço de mercado, e a assimetria informacional pode ser mais baixa.

Outros autores, como Agarwal e O'Hara (2007), identificaram que crescimentos na assimetria de informação se associam com a redução da liquidez das ações. Assim, pode-se entender que quanto maior a intensidade de negócio de uma empresa, menor o seu nível de assimetria informacional.

A variável intensidade de negócio pode ser obtida por meio da seguinte fórmula:

$$\text{Intensidade de negócio} = \frac{\text{quantidade de negócios}}{\text{quantidade de títulos da empresa}}$$

#### 3.3.2.2 *Bid-ask spread*

O *bid-ask spread* é determinado pela diferença entre as ofertas de compra e as ofertas de venda de determinado ativo, podendo representar um ganho ou perda para o investidor no momento de sua compra ou venda (MARTINS, OLIVEIRA, PAULO, 2013).

Para Jorge e Armada (2001), o *bid-ask* indica uma relação entre a compra e venda de ações de uma empresa, representando uma variável diretamente observável para a mensuração da assimetria informacional (LEITE; SAVAREZ; SILVA, 2018).

Espera-se que quanto maior o *bid-ask spread*, maior o nível de informação assimétrica, menor a liquidez, e, conseqüentemente, maior o endividamento da empresa (GALLINA; ARAÚJO, 2018).

A variável *proxy Bid-Ask Spread* foi calculada com base nos dados anuais e pode ser obtida por meio da seguinte fórmula:

$$BAS = \frac{pv - pc}{\frac{pv + pc}{2}}$$

Sendo:

BAS = *bid-ask spread* médio da ação *i* no período *t*;

pv = preço de venda, dado pelo preço máximo no período *t* (melhor oferta);

pc = preço de compra, dado pelo preço mínimo do período *t* (melhor compra).

### 3.3.2.3 Liquidez em bolsa

Bharath, Pasquariello e Wu (2006) afirmam que o nível de informação assimétrica sobre um ativo é determinante na sua liquidez. Assim, pode-se pressupor que quanto maior a liquidez de uma empresa, menor o seu nível de informação assimétrica.

Os indicadores de liquidez em bolsa foram obtidos na plataforma Economatica e podem ser auferidos pela seguinte equação:

$$Liq_{i,t} = 100 * \left( \frac{p_{i,t}}{P_t} \right) * \sqrt{\left( \frac{n_{i,t}}{N_t} * \frac{v_{i,t}}{V_t} \right)}$$

$Liq_{i,t}$  = índice de liquidez em bolsa da empresa *i*, no período *t*;

$p_{i,t}$  = numero de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação da empresa *i*, no período *t*;

$P_t$  = número total de dias do período *t*;

$n_{i,t}$  = número de negócios com a ação da empresa *i*, no período *t*;

$N_t$  = numero de negócios com todas as ações dentro do período *t*;

$v_{i,t}$  = volume em dinheiro com a ação da empresa *i*, no período *t*;

$V_t$  = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período *t*.

### 3.3.2.4 Emissão de *american depositary receipts* (ADR)

O termo DRs (*Depository Receipts*) refere-se aos títulos emitidos pelas empresas que são negociados fora do mercado doméstico. No caso, as ADRs referem-se aos títulos negociados no mercado norte-americano. O acesso ao mercado dos Estados Unidos traz benefícios às entidades, como maior visibilidade e otimização da captação de recursos externos. Em contrapartida, exige que a empresa divulgue uma maior quantidade de informações, apontando para um menor nível de informação assimétrica entre a empresa e os investidores (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2007; ALBANEZ; VALE, 2009).

A relação de empresas listadas na B3 que emitem ADRs foi obtida pelo banco de dados Economatica. Verificou-se que das 291 empresas analisadas, 14 emitiram ADRs em 2018.

### 3.3.2.5 Nível diferenciado de governança corporativa (NDGC)

Segundo Procianoy e Verdi (2009), o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2) – implantados em 2000 pela Bovespa – e mantidos pela B3 - são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos objetivando proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e, ao mesmo tempo, a valorização das companhias.

Ainda conforme Procianoy e Verdi (2009), empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, divulgando informações em maior volume e em melhor qualidade. Assim, pressupõe-se que tais empresas possuam níveis menores de assimetria informacional (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2007; ALBANEZ; VALLE, 2009).

As informações acerca do nível de Governança Corporativa foram obtidas no endereço eletrônico da B3. Em 2018, verificou-se que das 291 empresas analisadas, 153 possuíam algum dos níveis diferenciados de governança corporativa considerados nesta pesquisa.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta etapa do trabalho são apresentados os resultados obtidos com as respectivas análises para alcance dos objetivos da pesquisa. Inicialmente, são expostas informações descritivas das variáveis estudadas.

Em sequência, são apresentados os testes de normalidade utilizados, a saber: *Shapiro-Wilk* e *Shapiro-Francia*, por meio dos quais foi verificada a não normalidade dos dados, dada a significância menor que 5%, fazendo-se necessário o uso de teste não paramétrico.

Portanto, utilizou-se o teste *Wilcoxon-Mann-Whitney*, apropriado para duas amostras independentes provenientes da mesma população.

São apresentados, por fim, os resultados obtidos em cada cenário amostral, verificando se há diferença significativa na estrutura de capital das empresas com maior ou menor nível de informação assimétrica.

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Na tabela 2 são apresentadas as estatísticas descritivas (média, desvio padrão, mínimo e máximo) das variáveis utilizadas.

**Tabela 2 - Estatística Descritiva das Variáveis**

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Endividamento	291	0,3528719	2,161366	0	35,810020
Intensidade de Negócio	232	0,0040453	0,0115486	0,0005235	0,1759729
<i>Bid-Ask Spread</i>	232	0,1541044	0,0823254	0	0,4493088
Liquidez em Bolsa	291	0,1445625	0,347923	0	2,6869010

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

### 4.2 TESTES DE NORMALIDADE DA AMOSTRA

Na tabela 3 são apresentados os testes de normalidade aplicados: *Shapiro-Wilk* e *Shapiro-Francia*, por meio dos quais foi verificado um nível de significância menor que 5%, apontando para a não normalidade da distribuição dos dados na amostra. As variáveis ADR e NDGC não foram testadas por assumirem apenas valores binários.

Tabela 3 - Testes de Normalidade da Amostra

Variável	Shapiro-Wilk			Shapiro-Francia		
	Estatística	z	Prob > z	Estatística	z	Prob > z
Endividamento	0,09974	12,257	0,00000	0,09584	11,259	0,00001
Intensidade de Negócio	0,13206	11,574	0,00000	0,12310	10,623	0,00001
<i>Bid-Ask Spread</i>	0,94868	5,019	0,00000	0,95081	4,609	0,00001
Liquidez em Bolsa	0,50575	10,852	0,00000	0,51793	9,927	0,00001

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

#### 4.3 RESULTADOS POR NÍVEL DE ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Nesta seção são apresentados os resultados da análise das médias considerando a classificação das empresas com maior ou menor nível de informação assimétrica, conforme variáveis selecionadas e discutidas nos procedimentos metodológicos, a fim de identificar se há diferença entre as médias dos grupos com maior ou menor nível de assimetria informacional.

A tabela 4 apresenta os resultados do teste aplicado à variável intensidade de negócio.

Tabela 4 - Teste de médias utilizando a intensidade de negócio

Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney			
Estatísticas			
	Observações	Soma dos <i>ranks</i>	Esperado
<b>Maior Intensidade</b>	116	13130,5	13514
<b>Menor Intensidade</b>	116	13897,5	13514
<b>Total</b>	232	27028	27028
<b>Estatística do Teste</b>	<b>Z = 0,752</b>	<b>Prob &gt; z = 0,4519</b>	

**Hipótese Nula (H0):** As médias de endividamento das empresas que possuem maior intensidade de negócio são iguais às médias de endividamento das empresas com menor intensidade de negócio.

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

Na variável intensidade de negócio, o nível de significância do teste foi maior que 5%, não sendo possível rejeitar a hipótese nula, a qual indica não haver diferença entre as médias de endividamento de empresas com maior e menor intensidade de negócio.

A tabela 5 apresenta os resultados do teste aplicado à variável *proxy bid-ask spread*.

Tabela 5 - Teste de médias utilizando o *bid-ask spread*

Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney			
Estatísticas			
	Observações	Soma dos ranks	Esperado
Maior <i>bid-ask</i>	116	13143	13514
Menor <i>bid-ask</i>	116	13885	13514
Total	232	27028	27028
Estatística do Teste	Z = 0,728		Prob > z = 0,4668

As médias de endividamento das empresas que possuem maior **Hipótese Nula (H0):** *bid-ask spread* são iguais às médias de endividamento das empresas com menor *bid-ask spread*.

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

Em semelhança ao teste anterior, o nível de significância do teste com a variável *proxy bid-ask spread* foi maior que 5%, não rejeitando a hipótese nula de não haver diferença entre as médias de endividamento dos dois grupos.

O resultado alinha-se ao estudo de Leite, Savariz e Silva (2018), no qual a métrica *bid-ask spread* como *proxy* de assimetria informacional não apresentou significância, apresentando a possibilidade de que a variável *bid-ask spread* não possui valor de mensuração do nível de informação assimétrica.

A tabela 6 apresenta os resultados do teste aplicado à variável liquidez em bolsa.

Tabela 6 - Teste de médias utilizando a liquidez em bolsa

Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney			
Estatísticas			
	Observações	Soma dos ranks	Esperado
Maior liquidez	145	23431	21170
Menor liquidez	146	19055	21316
Total	291	42486	42486
Estatística do Teste	Z = -3,165		Prob > z = 0,0016

As médias de endividamento das empresas que possuem maior **Hipótese Nula (H0):** liquidez em bolsa são iguais às médias de endividamento das empresas com menor liquidez em bolsa.

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

Aplicando o teste à variável liquidez em bolsa, verificou-se que o nível de significância foi inferior a 5%, indicando a rejeição da hipótese nula. O teste apresentou que empresas com distintos níveis de assimetria informacional, calculados por esta métrica, não possuem médias iguais relativas ao endividamento.

Conforme os resultados da variável, empresas que possuem maior liquidez, e, consequentemente, um menor nível de assimetria informacional, tendem a se

endividar menos, enquanto empresas com maior assimetria de informação apresentam mais dívidas na sua estrutura de capital.

A tabela 7 apresenta os resultados do teste com base na emissão ou não de ADRs.

Tabela 7 - Teste de médias utilizando a emissão de ADRs			
Teste de <i>Wilcoxon-Mann-Whitney</i>			
Estatísticas			
	Observações	Soma dos <i>ranks</i>	Esperado
Emite ADRs	14	2916	2044
Não emite ADRs	277	39570	40442
Total	291	42486	42486
Estatística do Teste	Z = -2,852	Prob > z = 0,0043	
As médias de endividamento das empresas que emitem ADRs são			
Hipótese Nula (H0): iguais às médias de endividamento das empresas que não emitem ADRs.			

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

A emissão de ADRs também se mostrou como uma variável significativa no teste. Conforme verificado, há diferença entre as médias de endividamento das empresas que emitem ou não emitem ADRs, rejeitando a hipótese nula de igualdade entre as médias. Amplamente utilizada como métrica para a assimetria informacional, tem-se que as empresas que emitem ADRs buscam menos dívidas na sua estrutura de capital, enquanto as que não emitem tendem a um endividamento mais elevado.

A disponibilidade de ações no mercado americano exige que as entidades divulguem uma maior quantidade de informações, reduzindo a assimetria informacional entre a empresa e os investidores (ALBANEZ; VALLE, 2009). Assim, os custos de agência causados pela informação assimétrica também são mitigados, favorecendo a captação de recursos por meio da emissão de ações.

Por fim, a tabela 8 apresenta os resultados do teste com base na participação das empresas em algum Nível Diferenciado de Governança Corporativa.

Tabela 8 - Teste de médias utilizando o NDGC

Teste de <i>Wilcoxon-Mann-Whitney</i>			
Estatísticas			
	Observações	Soma dos ranks	Esperado
Possui NDGC	153	25206	22338
Não possui NDGC	138	17280	20148
Total	291	42486	42486
Estatística do Teste	Z = -4,020	Prob > z = 0,0001	
Hipótese Nula (H0):	As médias de endividamento das empresas que possuem NDGC são iguais às médias de endividamento das empresas que não possuem NDGC.		

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

Por fim, o teste foi aplicado considerando as empresas que possuem ou não níveis diferenciados de governança corporativa. O resultado foi significativo ao nível de 5%, rejeitando a hipótese nula de que não há diferença entre as médias dos grupos. Assim como nas variáveis significativas anteriores, a métrica NDGC apontou que empresas com menor assimetria informacional, possuem menos dívidas na sua estrutura de capital.

De modo geral, verificou-se que empresas com menor nível de assimetria informacional, embora tenham mais acesso à oferta de crédito pela facilidade de avaliação que reduz o risco de seleção adversa por parte dos credores (ALBANEZ, VALLE, 2009), buscam menos dívidas na sua estrutura de capital.

O inverso também é aplicado. Verificou-se que empresas com maior assimetria informacional possuíam maior endividamento. Tal resultado alinha-se ao entendimento de Bharath, Pasquariello e Wu (2006) e Agarwal e O'Hara (2007), que conforme citado por Albanez e Valle (2009), afirmam que empresas que possuem um nível mais elevado de assimetria informacional costumam emitir mais títulos de dívida em vez de ações, quando comparadas a empresas cujo nível de assimetria informacional é mais baixo.

Assim, Albanez e Valle (2009) afirmam que, em um cenário onde exista informação assimétrica, a teoria *pecking order* prediz que caso as empresas não possam financiar suas atividades com recursos internos, priorizarão não ações, mas títulos de dívidas, visando uma menor sensibilidade aos problemas gerados pela assimetria informacional.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O propósito deste trabalho foi investigar a existência de diferença entre o endividamento diante do nível de informação assimétrica das empresas listadas na B3 em 2018. Diante dos resultados apresentados, de modo geral, verificou-se que há mudanças nas médias de endividamento em amostras cujas empresas possuam maior ou menor assimetria informacional.

Pelo exposto, observou-se que as variáveis que apresentaram significativa diferença entre as médias dos grupos foram liquidez em bolsa, emissão de ADRs e presença em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Os resultados alcançados em todas as variáveis significativas demonstraram que, quanto menor o nível de assimetria informacional, menor o nível de endividamento das empresas, sinalizando que empresas com menor assimetria informacional tendem a buscar outras formas de financiamento das suas atividades, que não a contração de dívidas, enquanto empresas que possuem um nível mais elevado de assimetria informacional vão buscar emitir mais títulos de dívida em vez de ações, conforme inferido por Bharath, Pasquariello e Wu (2006) e Agarwal e O'Hara (2007).

Tal entendimento aproxima-se do que prediz a teoria *pecking order*, no qual, segundo Myers (1984), as empresas não têm interesse de aumentar seus níveis de endividamento quando os fluxos de caixas são suficientes para financiar suas atividades e futuros investimentos, porém, segundo Albanez e Valle (2009), num cenário onde há informação assimétrica, caso as empresas não possam financiar suas atividades com recursos internos, priorizarão não ações, mas títulos de dívidas, visando uma menor sensibilidade aos problemas gerados pela assimetria informacional.

O presente trabalho apresenta contribuições à discussão relacionada ao comportamento do endividamento das empresas diante de distintos níveis de informação assimétrica. Entretanto, tais resultados não podem ser generalizados, dado o período de apenas um ano analisado, a escolha das variáveis, e as limitações do método utilizado. Para futuras pesquisas, sugere-se a aplicação dos testes em períodos mais abrangentes, bem como a utilização de novas variáveis e métodos de análise.

## REFERÊNCIAS

- AGARWAL, P.; O'HARA, M. Information risk and capital structure. **SSRN Working Paper**, mar. 2007. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=939663>>. Acesso em: 12 fev. 2019.
- ALMEIDA, M. A. **Estrutura de capital e divulgação voluntária de informações de responsabilidade social corporative das empresas brasileiras**. 2014. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2014.
- AKERLOF, G. A. The Market for “Lemons”: Quality and the Market Mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970.
- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. do. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 51, p. 6-27, set./dez., 2009.
- ALBANEZ, T.; CORRAR, L. J.; VALLE, M. R. do. Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, v. 13, n. 2, p. 76-105, mar./abr., 2012.
- ARAÚJO, M. da P.; GALLINA, A. S. Assimetria de informação versus estrutura de capital: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. **Enf.: Ref. Cont.**, UEM, Paraná, v. 37, p. 121-141, 2018.
- B3 – Segmentos de listagem**. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/)>. Acesso em: 29 mar. 2019.
- BASTOS, D. D.; DAVID, M.; NAKAMURA, W. T. Estudo dos modelos trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 6, p. 132-153, nov./dez., 2009.
- BHARATH, S. T.; PASQUARIELLO, P.; WU, G. Does asymmetric information drive capital structure decisions? **SSRN Working Paper**, Sept. 2006. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=789725>> Acesso em: 12 fev. 2019.
- CAJUEIRO, et al. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras: uma abordagem em regressão quantílica. **Trabalhos para Discussão**, Brasília, n. 272, p. 1-37, mar., 2012.
- CRUZ, A. F. da. Assimetria Informacional no contexto das finanças corporativas: determinantes e efeitos no contexto organizacional. **Revista de Economia do Centro-Oeste**, Goiânia, v. 2, n. 1, p. 26-39, 2016.

DURAND, D. Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. **Conference on Research in Business Finance**, p. 215-262, 1952. Disponível em: <<https://www.nber.org/books/univ52-1>>. Acesso em: 14 fev. 2019.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, mar. 1991.

INFORMAÇÃO. In: PRIBERAM, Dicionário de Língua Portuguesa. Disponível em: <<https://dicionario.priberam.org/informa%C3%A7%C3%A3o>>. Acesso em: 10 fev. 2019.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de Informações e Pagamento de Proventos na Bovespa. **Munich Personal RePEc Archive. MPRA Paper**, n. 1673, nov. 2007. Disponível em: <<https://mpa.ub.uni-muenchen.de/1673/>>. Acesso em: 10/04/2019.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, p. 305-360, jul. 1976.

JORGE, S.; ARMADA, M. J. R. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 5, n. 2, p. 09-31, maio/ago., 2001.

LEITE, M; SAVARIZ, C. R.; SILVA, T. P. Influência da assimetria de informação na estrutura de capital em empresas brasileiras. **Desafio Online**, Campo Grande, v. 6, n. 3, p. 388-409, set./dez., 2018.

MARTINS, O. S.; OLIVEIRA, K. P. S. de; PAULO, E. **ReCont: Registro Contábil**, UFAL, Maceió, v. 4, n. 3, p. 56-70, set./dez., 2013.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, jun. 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, jun. 1963.

MYERS, S. C. Capital structure. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 81-102, Spring, 2001.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, p. 574-592, jul. 1984.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, jul. 1984.

PROCIANOY, J.; VERDI, R. Adesão aos novos mercados da BOVESPA: Novo mercado, nível 1 e nível 2 – determinantes e consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.

PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. D. **Metodologia do trabalho científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico**. 2. ed. Novo Hamburgo: Universiade Freevale, 2013.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, dec. 1995.

SEMEDO, I. G. **Teorias da estrutura de capital das empresas: uma aplicação às empresas portuguesas cotadas na euronext lisboa**. 2015. 103 f. Dissertação (Mestrado em Gestão Financeira) – Instituto Superior de Gestão, Lisboa, 2015.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, mar. 1988.

WALD, J. K. How firm characteristics affect capital structure: na international comparison. **Journal of Financial Research**, v. 22, n. 2, p. 161-187, Summer 1999.