

DIAS 8 E 9 DE NOVEMBRO DE 2018

DESPESA FINANCEIRA COMO SINALIZAÇÃO DE MERCADO: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

Felipe Câmara Pinheiro Leal Gomes¹, Jhonatan Liberator Costa², Ricardo Farias de Medeiros³, Renan Ferreira da Silva⁴.

¹ Graduando em Ciências Contábeis, Faculdade de Ciências Contábeis e Administrativas de Cachoeiro de Itapemirim – FACCACI. felipecplg@gmail.com

² Graduando em Ciências Contábeis, Faculdade de Ciências Contábeis e Administrativas de Cachoeiro de Itapemirim – FACCACI, jhonatanliberator@hotmail.com

³ Graduando em Ciências Contábeis, Faculdade de Ciências Contábeis e Administrativas de Cachoeiro de Itapemirim – FACCACI, ricardo.farias89@hotmail.com

⁴ Doutorando em Ciências Contábeis, Faculdade de Ciências Contábeis e Administrativas de Cachoeiro de Itapemirim – FACCACI, renan.ferreira@hotmail.com

Resumo - O objetivo deste estudo é verificar o impacto da despesa financeira no valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Este estudo caracteriza-se como exploratório descritivo e quantitativo e se utiliza de dados das demonstrações contábeis extraídos através do software Economática do período de 2013 a 2016 de 266 empresas listadas. Para análise dos resultados, utilizou como ferramenta estatística regressão com dados em painel efeitos fixos o qual evidencia o impacto da despesa financeira ao longo do tempo no valor de mercado. Os resultados apontam que empresas que detêm maior despesa financeira incorrem em um melhor valor de mercado. Deste modo, as empresas estariam sinalizando melhor qualidade e do outro lado os analistas precisando as empresas com tal qualidade. O teste de robustez, isolando apenas as empresas que possuem despesa financeira acima da mediana comprovam a hipótese de pesquisa, corroborando com o estudo. Conclui-se que as empresas tendem a possuir um valor de mercado melhor, a luz da teoria da sinalização exercida através do montante da despesa financeira.

Palavras-chave: Teoria da sinalização; despesa financeira; valor de mercado.

Área do Conhecimento: Ciências Sociais Aplicadas

1. INTRODUÇÃO

A teoria da sinalização foi um estudo desenvolvido por um economista norte-americano chamado Michael Spence, em 1970, sob a perspectiva de que os sinais funcionam como mecanismos de discriminação, levando assim a uma possível cogitação de determinado fato ocorrer devido a sinalização de determinada variável. Existem como exemplo de utilização de sinalização o mercado financeiro, meteorologia, marketing e diversas outras ações que utilizam desse conceito. Neste artigo, verifica-se a influência da sinalização através da despesa financeira no mercado de ações, sinal este que empresas com maior despesa financeira, consequentemente, teriam maior custo de capital de terceiros. Isto, pois, são classificadas como mais capitalizadas e sendo precificadas com um valor de mercado maior.

Devido à falta de liquidez do mercado e a falta de interesse dos investidores por determinadas ações, as empresas divulgam informações sigilosas e, isso leva a uma redução nos custos de capital. A respeito desse tema, Diamond e Verrecchia (1991) desenvolveram um padrão que procura aumentar a liquidez de uma determinada ação pelo simples aumento de procura pela ação, de grandes investidores diminuído, assim, o custo de capital. Esse trabalho foi seguido por Glosten e Milgrom (1985), Amihud e Mendelson (1986) e Baiman e Verrecchia (1996). Esses estudos foram atualmente confirmados por Bloomfield e Wilks (2000) que, por meio de um laboratório de pesquisas de mercado financeiro, entenderam que um aumento da qualidade das divulgações provocou também um aumento pela demanda dos investidores pelas ações, mesmo que os preços das ações houvessem sofrido aumentos.

De outra forma, pesquisando a outra linha de raciocínio, as companhias procuram reduzir os riscos conhecidos por investidores oferecendo uma maior qualidade de divulgações e informações. Hail (2002) descreve que um investidor ministra um risco sistemático maior a um ativo com baixo nível de divulgação e informação em comparado a outro ativo que contem maior nível de divulgação e informação, levando assim o ativo com pouca divulgação e informação a preços mais baixos e também demandas mais baixas. Além dessas formas de pensamento descritas por Hail (2002), se tem uma segmentação natural quando se analisa o custo de capital das companhias, conseguindo empregar o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio.

Entre os pesquisadores internacionais relacionados a pesquisa com o custo de capital de terceiros, evidencia-se a de Sengupta (1998). Em sua pesquisa, por meio de estudos habituais, providenciou evidências que companhias com um alto nível de qualidade desfrutam de um baixo custo de capital de terceiros. Já no Brasil, destaca-se os pesquisadores Lima et al (2006), que analisou o nível de evidenciação em empresas com grande liquidez no Brasil, e foram encontradas as mesmas conclusões que Sengupta (1998).

Nakamura et al (2006) exploraram a relação existente entre divulgação e o custo de capital próprio de empresas brasileiras por meio de regressões. Como variável dependente foi utilizado o custo de capital e como variáveis explicativas foram analisados três índices de divulgação e nove variáveis indicativas de tamanho, risco e variabilidade dos resultados. Para o calcular o custo de capital foram utilizados três modelos: o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM), o de Dividendos Descontados (MDD) e o de Ohlson e Juettner. Os resultados encontrados neste estudo apresentam que a forma escolhida para determinar o custo de capital tem impacto nos resultados encontrados nos testes, e que a variável “divulgação” pode apresentar relevância em um modelo e não relevância em outro. Conforme os autores, os resultados se expressam em compatibilidade com os resultados encontrados pelo de Botosan (1997).

Entre os pesquisadores brasileiros destacam-se também Bruni (2002), que estudou o efeito da globalização das empresas brasileiras, por meio da emissão de recibos negociáveis nos Estados Unidos (ADRs) no custo de capital próprio das empresas. A pesquisa partiu da suposição de que, com a entrada das empresas brasileiras no mercado americano, os níveis de divulgação de informação eram aumentados e haviam relação no custo de capital próprio da companhia. Existiu consideráveis reduções do custo de capital próprio, expresso por meio da variação negativa das ações das empresas analisadas.

Um trabalho recente foi o de Martinez e Silva (2017) onde seu foco foi descobrir qual é o impacto da agressividade fiscal no custo de capital de terceiros, e ficou evidenciado que agressividade fiscal outro fator que impacta positivamente no custo de capital de terceiros, pois empresas com menor agressividade fiscal tendem a ter um custo de capital de terceiros maior. O objetivo deste estudo é verificar o impacto da despesa financeira no valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Sinalização

A teoria da sinalização foi introduzida por Spence (1973), foi aplicado ao mercado de trabalho, o seu estudo destaca uma sinalização de qualidade do nível de estudo dos trabalhadores que está sendo admitido está ligado diretamente ao custo, não só custo monetário como também custo físico, em relação a disposição de tempo para estudo e capacitação do trabalhador.

A mesma analogia foi aplicada por Spence (1973) ao posicionamento das empresas em relação ao pagamento de dividendos das companhias, levando em consideração que o pagamento de dividendos gera uma despesa para a companhia, pois a empresa está retirando dinheiro do seu caixa e entregando para seus acionistas, isso leva a uma sinalização para o mercado de que as empresas que distribuíam mais dividendos eram vistas como empresas em pleno gozo de sua saúde financeira, levando assim a facilidade da companhia em questão ter facilidade de captação de recursos menos onerosos e custosos, devido ao simples fato dos investidores se sentirem seguros em relação a aquela empresa.

Da mesma forma Spence (1973) diz que as empresas que não fazem pagamento de dividendos tendem a ter uma sinalização negativa para o mercado, devido a indisponibilidade de dinheiro em caixa inviabilizar o pagamento, caso a empresa decida realizar tal pagamento levaria a empresa a deixar de cumprir certas obrigações com terceiros, gerando uma despesa maior e uma possível sinalização de falência.

2.2 Teoria da Divulgação

Como exposto a cima, a teoria da sinalização utiliza de informações divulgadas pelas empresas para pressupor o que será feito pela empresa e quais os seus impactos, e assim podemos destacar também a teoria da divulgação descrita por Verrecchia (1983), que expressa quais os tipos de divulgações e quais suas fundamentações.

Verrecchia (2001) destaca como alvo de seu trabalho, as categorias da teoria da divulgação, propondo uma taxonomia que pertencem três categorias complexas sobre divulgação em Contabilidade: Divulgação Fundamentada em Associação; Divulgação Fundamentada em Julgamento; Divulgação Fundamentada em Eficiência.

Segundo Verrecchia (2001) a divulgação embasada em associação expõe os efeitos da divulgação sobre as ações acumuladas dos indivíduos enquanto investidores no momento da divulgação; enquanto a divulgação embasada em eficiência retrata as modalidades escolhidas de divulgação na ausência de conhecimento prévio das informações, ou seja, as preferências incondicionais. E a divulgação embasada em julgamento que confere a arbitrariedade das informações que os diretores e CEO's (Chief Executive Officer) realizam em respeito às decisões de divulgação. Sobre esta forma embasamento, o modo de demonstrar passa a ser reconhecido como um fator endógeno. Assim as pesquisas questionam os motivos da divulgação ou não de certa informação, quer dizer, admitem que a administração tem o poder de optar entre divulgar a informação ou não divulgar.

Verrecchia (2001) declara que a divulgação embasada em associação procura observar a relação entre o fenômeno da divulgação e os impactos ocorridos nas atividades dos investidores diversificados e competidores no mercado, para alcançar a maximização de suas riquezas individuais. Esse teste é realizado por meio das características dos efeitos da divulgação nos atos cumulativos dos investidores individuais no momento em que a divulgação ocorre.

Com base na metodologia utilizada e nos estudos anteriores realizados, procura-se responder a hipótese de pesquisa:

H1: Empresas com maior despesa financeira sinalizam para o mercado melhor qualidade, com isso aumentando seu valor de mercado?

2.3 Teoria dos Jogos

A teoria dos jogos vem como uma análise de como e utilizada as teorias da divulgação e da sinalização, descreve o modo de análise e de pensamento que os investidores têm frente a cada divulgação e sinalização, seja ela do mercado ou de outros investidores.

Segundo, Mas-Colell, Whinston e Green (1995) a ação dos investidores é como um jogo de apostas, onde cada jogador age de acordo com o que os outros jogadores vão fazendo, onde que o resultado do jogo não dependa apenas de um jogador e sim de todos, ou seja, a riqueza de cada investidor e não depende só de suas ações, mas dependem das ações dos outros investidores. Ainda sim as melhores interpretações e ações são feitas embasadas em expectativas do investidor a respeito do que os outros investidores vão fazer.

Os jogos são descritos por um conjunto de regras, que arbitrariam quais são os jogadores, as suas ações praticáveis e o agrupamento de informações disponibilizadas para cada jogador. Conforme as regras, existe um conjunto complexo possível de resultados (conhecidos também como pay-offs) e os jogadores baseiam as suas decisões de modo racional com o propósito de maximizar os seus resultados.

Segundo Gremaud e Braga (1998), os jogos podem se diferenciar de acordo com a quantidade de jogadores (um, dois ou mais jogadores), às ações praticáveis (jogos cooperativos ou não cooperativos), às informações praticáveis (informação exatas ou inexatas) e aos resultados (jogos de integralidade constante ou variável). Além disso, há uma diferença no momento em que cada jogador executa a sua ação. Se os jogadores basearem as suas decisões juntos, os jogos são descritos como simultâneos. Porém, se cada jogador efetuar a sua ação após a execução da ação do outro jogador, os jogos são descritos como dinâmicos ou sequenciais. Os jogos podem ser esclarecidos de diversas formas. Em geral, os esclarecimentos podem ser feitos embasados em estratégias: dominadoras, fundamentadas no equilíbrio de Nash e fundamentadas também no conceito "maximin".

De acordo com Pindyck e Rubinfeld (2002), estratégia dominadora é aquela que é excelente, independentemente do que seu adversário possa fazer. De acordo com esses autores, quando há uma estratégia dominante para cada jogador, então o desfecho do jogo é denominado de equilíbrio ou igualdade de estratégias dominantes. Esses jogos devem ser observados de uma forma objetiva, pois a estratégia excelente de cada jogador é escolhida sem a preocupação com a escolha dos outros jogadores. A solução embasada no equilíbrio de Nash também é descrita como a solução de não arrependimento.

Dessa maneira, o jogador opta pela sua melhor estratégia fundamentada na escolha do outro jogador. O reconhecimento da estratégia maximin apresenta, a escolha do jogador de maximizar o mínimo ganho a ser conquistado. Gremaud e Braga (1998) descrevem a estratégia da seguinte maneira: “não sei o que fazer, farei aquilo que me der ‘o melhor’ dos piores resultados possíveis”. Também há as estratégias de jogo mistas, ou seja, essas nas quais os jogadores determinam as suas atitudes de forma aleatória entre todas as possíveis escolhas, embasando-se em um conjunto de probabilidades existentes. Com base no sistema fornecido pela Teoria dos Jogos, o procedimento de divulgação poderia ser entendido como um jogo de dois jogadores onde seria o jogador 1 a empresa ou gestores contra o jogador 2 que seriam os possíveis investidores, sendo esse jogo não solidário e sequencial.

Os estudos sobre divulgação embasados em associação assumem que o procedimento de divulgação é exógeno e se empenha em avaliar os impactos da divulgação nas mudanças das atitudes dos investidores. Dessa maneira, a Teoria dos Jogos pode oferecer modelos para um julgamento do comportamento dos investidores (jogador dois), uma vez que estes investidores tomam decisões baseando-se na divulgação da empresa (atitude do jogador um).

3. METODOLOGIA

O estudo caracteriza-se como descritivo e quantitativo. O período de observação contempla de 2013 a 2016 referente a 266 empresas listadas B3, as demais que não tinham informações sobre as variáveis foram descartadas da amostra. A amostra e as variáveis foram coletadas através do software Económatica e todos os testes foram utilizados com o software Stata.

Para testar a hipótese de que há relação entre a variável despesa financeira e valor de mercado, foi utilizado como ferramenta para análise a matriz de correção, para verificar a possível correlação entre as duas variáveis.

Utilizou-se a estatística descritiva em relação a média do valor de mercado, separando a amostra em dois grupos, sendo um com despesas financeira acima da mediana e outro grupo abaixo. Com isso, espera-se encontrar o possível impacto da despesa financeira no valor de mercado das empresas, sabendo que as empresas estão sendo analisadas de forma segregada de acordo com seu montante de despesa financeira.

Para testar o impacto da despesa financeira com valor de mercado, utilizou-se como ferramenta estatística regressão com dados em painel efeitos fixos, verificando a influencia da variável DESFIN (Despesa financeira) no V.MERCADO (Valor de mercado) ao longo do tempo.

Por fim, como teste de robustez para alinhar os resultados, de acordo com o modelo proposto, segregando as empresas com despesas financeiras acima da mediana e abaixo, o modelo de regressão com dados em painel será aplicado às empresas da amostra obedecendo a segregação proposta.

Com isso, foi elaborado o modelo considerando o impacto da despesa financeira no valor de mercado e controlando esta última com as variáveis ATIVO.T (Ativo total), LUCRO L. (Lucro líquido) e P.N.C.(Passivo não circulante):

$$DesFin_t = \beta_0 + \beta_1 V.Mercado + \beta_2 Ativo.T_t + \beta_3 Lucro L_t + \beta_4 P.N.C_t + \epsilon$$

4. RESULTADOS

Com base na amostra selecionada e nas variáveis escolhidas, nesse capítulo será demonstrado os resultados obtidos afim de, testar a hipótese de pesquisa.

TABELA 1: ESTATITICA DESCRIPTIVA

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Min	25%	50%	75%	Max
DESFIN	936	720.000	3.100.000	(1.200.000)	20.073	110.000	46.000	63.000.000
V.MERCADO	845	7.600.000	25.000.000	2.052	170.000	970.000	440.000	280.000.000
ATIVO T.	1.080	24.000.000	130.000.000	8	360.000	2.300.000	8.400.000	1.400.000.000
LUCRO L.	1.080	220.000	2.800.000	(44.000.000)	(20.000)	14.184	200.000	23.000.000
P.N.C.	939	5.100.000	29.000.000	12	110.000	650.000	3.000.000	530.000.000

Fonte: Dados da pesquisa

Elaborada pelos autores

Na tabela 1, destaca-se a estatística descritiva, identificando a média da despesa financeira das empresas selecionada (720.000,00) e a mediana (110.000,00). Esta mediana será o parâmetro para outros dois testes, afim de, responder a hipótese de pesquisa.

Sendo assim, foi calculado a estatística descritiva para o valor de mercado, segregando empresas com maior despesa financeira e menor. Considera-se empresas com maiores despesas financeiras as que possuem valor maior que 110.000,00. Ao contrário, considera-se como empresas com menor despesa financeira.

TABELA 2: ESTATISTICA DESCRIPTIVA DESFINC > 110

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Min	Max
V.MERCADO	509	11.700.000	31.500.000	2.297	280.000.000

Fonte: Dados da pesquisa

Elaborada pelos autores

TABELA 3: ESTATISTICA DESCRIPTIVA DESFINC <110

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Min	Max
V.MERCADO	336	1.322.656	4.728.178	2.052	58.000.000

Fonte: Dados da pesquisa

Elaborada pelos autores

Para mensurar o impacto da despesa financeira no valor de mercado, na tabela 2 e 3, estão apresentadas as estatísticas descritivas para o valor de mercado de forma segregada.

Observa-se que em média, as empresas com maiores despesas financeiras possuem maior valor de mercado. Isto, pois, presume-se que o mercado reage atribuindo maior qualidade a empresas que estão mais capitalizadas e logo arcum com custo de capital de terceiro maior. Com isso, corrobora a hipótese de pesquisa deste trabalho.

TABELA 4: REGRESSÃO DESPFIN V.MERCADO ATIVO T. LUCRO L. -PNC

Variável	Coeficiente	Desvio Padrão	Estatística T	P-Valor	Intervalo de Confiança 95%
V.MERCADO	0,139915	0,0095530	14,64	0,000	0,1211396 0,1586896
ATIVO T.	(0,721584)	0,0197630	(36,51)	0,000	(0,7604154) (0,6827517)
LUCRO L.	(0,037406)	0,0134905	(2,77)	0,006	(0,6391320) (0,0108988)
P.N.C.	0,201292	0,0127774	15,75	0,000	0,1761858 0,2239790
R-Quadrado	0,8448				

Fonte: Dados da pesquisa

Elaborada pelos autores

Os resultados da tabela 4 corroboram com a hipótese de pesquisa, o teste de regressão por dados em painel identificou com o nível de 99% de significância, que existe a influência entre a despesa financeira e o valor de mercado das empresas listadas na B3.

O resultado do p-valor (0,000) indicando significância de 99%, o R² de 0,8448, indicando que a despesa financeira responde o impacto no valor de mercado à 84,48%. Presume-se que há uma relação positiva e significante entre essas duas variáveis. De modo que, quanto maior a despesa financeira, maior o valor de mercado.

Com isso, é possível concluir que com base na teoria da sinalização as empresas podem estar sinalizando ao mercado sua qualidade através do montante gasto com custo de capital de terceiro.

Por outro lado, o mercado reage atribuindo maior valor a essas empresas, reconhecendo como maior qualidade aquela que se encontra mais capitalizada. Deste modo, segundo a teoria da sinalização desenvolvida por Spence (1973) diversas ações podem ser usadas como sinalizador de acordo com a necessidade do indivíduo. Nesse estudo, por exemplo, conclui-se que empresas sinalizam ao mercado através do custo com capital de terceiros.

5. TESTE ROBUSTEZ

Afim de, refinar os resultados obtidos foi testado o mesmo modelo, considerando a segregação entre empresas com maior e menor despesa financeira. Para isso, essa divisão, considera-se o mesmo critério anterior, sendo empresas com maior despesa financeira aquelas que possuem valor acima da mediana e ao contrário as que possuem abaixo, são consideradas empresas com menor despesa financeira.

**TABELA 5: REGRESSÃO DESFIN V.MERCADO ATIVO T. LUCRO L. -PNC
CONSIDERANDO DESPFIN > 110**

Variável	Coeficiente	Desvio Padrão	Estatística T	P-Valor	Intervalo de Confiança 95%
V.MERCADO	0,154031	0,0129124	11,93	0,000	0,1286001 0,1794609
ATIVO T.	(0,735788)	0,0261354	(28,15)	0,000	(0,7872607) (0,6843156)
LUCRO L.	(0,022472)	0,0185331	(1,21)	0,226	(0,5897210) 0,1402810
P.N.C.	0,191650	0,0170654	11,23	0,000	0,1580400 0,2252592
R-Quadrado	0,8616				

Fonte: Dados da pesquisa

Elaborada pelos autores

A tabela 5 demonstra que o resultado comprova que empresas que possuem maior despesa financeira possuem maior valor de mercado. Com p-valor 0,000 representando 99% de significância indicando a influência entre as variáveis despesa financeira e valor de mercado. Desta forma, corrobora com o identificado no capítulo anterior o qual o mercado reage a sinalização das empresas atribuindo maior valor de mercado as que possuem maior despesa financeira.

TABELA 6: REGRESSÃO DESFIN V.MERCADO ATIVO T. LUCRO L. -PNC CONSIDERANDO DESPFIN < 110

Variável	Coeficiente	Desvio Padrão	Estatística T	P-Valor	Intervalo de Confiança 95%
V.MERCADO	(0,024414)	0,0024226	(10,08)	0,000	(0,0291941) (0,0196339)
ATIVO T.	0,026638	0,0131864	2,00	0,047	0,0003633 0,0524011
LUCRO L.	(0,045767)	0,0048297	(9,48)	0,226	(0,0552962) (0,0362367)
P.N.C.	0,001662	0,0114572	0,15	0,885	(0,0209448) 0,0242688
R-Quadrado	0,8841				

Fonte: Dados da pesquisa

Elaborada pelos autores

A tabela 6 demonstram os resultados da regressão com dados em painel, considerando o efeito nos anos de 2013 a 2016 da despesa financeira no valor de mercado para as empresas que possuem menor despesa financeira. Conclui-se que com p-valor 0,000, indicando 99% de significância que as empresas que possuem menor despesa financeira, sinalizam ao mercado menor qualidade. Em resposta a essa sinalização o mercado atribui valor menor às companhias.

Esse resultado corrobora com os demais, e não rejeita a hipótese de pesquisa, pois a despesa financeira influencia no valor de mercado. Indicando que empresas com maior despesa financeira sinalizam aos analistas, os quais atribuem maior valor de mercado.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

De acordo com as análises realizadas ao longo deste artigo, entende-se que a sinalização é uma das principais ferramentas para o mercado de ações prevê pontos importantes nas divulgações das companhias e assim gerando impacto na empresa e no mercado como um todo. Também se entende que a quantidade de informação divulgada e a forma como se é evidenciada cada informação pode ser entendido como sinalização para o mercado, a qual leva a investidores e analistas a tomarem decisões embasadas nessas informações de acordo com o conhecimento técnico e de mercado, ou até propriamente pelo efeito manada (efeito causado pelo impacto das divulgações nas empresas que leva os investidores a embasarem suas decisões nas decisões de grandes investidores ou seja tomar a mesma decisão).

Esse estudo teve como objetivo se as empresas com maiores despesas financeira teriam uma melhor sinalização para o mercado e com isso um aumento no seu valor de mercado. Para responder a hipótese de pesquisa, foram utilizadas estatística descritiva, análise de regressão com dados em painel efeitos fixos e por último teste de robustez segregado a amostra em dois grupos. Considerando como empresas que possuem menor despesa financeira as que possuíam despesa financeira abaixo da mediana, e ao contrário as empresas com maior despesa financeira. A pesquisa conclui com 99% de significância empresas dentem a sinalizar ao mercado por meio da despesa financeira e o mercado tendem a precisar as companhias de acordo com o montante de despesa financeira. Deste modo, os resultados apontam que quanto maior a despesa financeira maior a sinalização para o mercado de ações, gerando assim um aumento no valor de mercado da empresa. Com isso aumenta o interesse dos investidores nas empresas.

Apesar dos resultados obtidos e das conclusões apresentadas, devem-se ressaltar algumas limitações da pesquisa e sugerem que para estudos futuros seja expandida a amostra, o número de anos observados as ferramentas estatísticas e outras variáveis de controle.

7. REFERENCIAS

- BLOOMFIELD, Robert J. and WILKS, T. Jeffrey (2000) **Disclosure Effects in the Laboratory: Liquidity, Depth, and the Cost of Capital**. The Accounting Review: January 2000, Vol. 75, No. 1, pp. 13-41.
- BOTOSAN, Christine A. **Disclosure level and the cost of equity capital**; Jul. 1997; 72, 3; ABI/INFORM Global pg. 323
- BRUNI, Adriano L. **Globalização Financeira, Eficiência Informacional e Custo de Capital**: Uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1992-2001. Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.
- DIAMOND, Douglas W.; VERRECCHIA, Robert E. **Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital**. The Journal of Finance Cambridge. Vol. 46, Num. 4, p. 1325 – 1360. Sep 1991.
- DYE, Ronald A. An Evaluation of “Essays on Disclosure” and the Disclosure Literature in Accounting. **Journal of Accounting and Economics**, nº 32, p. 181-135, 2001.
- DYE, Ronald E. Disclosure of Nonproprietary Information. **Journal of Accounting Research**, Vol. 23, nº 1, p. 123-145, Spring 1985.
- GREMAUD, Amaury Patrick; BRAGA, Márcio Bobik. Teoria dos jogos: uma introdução. In: *Manual de economia*[S.l: s.n.], 1998.
- HAIL, Luzi. **The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms**. The European Accounting Review. Vol 11, Num. 4, pág. 741-773. 2002.
- LIMA, Gerlando A. S. F. de. **Governança Corporativa e Hipótese de Mercados Eficientes: O Estudo do Anúncio da Emissão de American Depository Receipts (ADRs) com a Utilização de Estudos de Evento**. Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.
- MAS-COLELL, Andreu; WHINSTON, Michael D.; GREEN, Jerry R. **Microeconomic Theory**. New York: Oxford University Press, 1995.

NAKAMURA, Wilson T. et al. **Estudo sobre os níveis de Disclosure adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital.** In: 30º ENANPAD. Anais...Salvador: Setembro, 2006.

MARTINEZ, Antonio L. SILVA, Renan F. **AGRESSIVIDADE FISCAL E O CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS NO BRASIL.** No 1, Vitoria-ES, Brasil – Jan/2017.

PINDYCK, R. S. e RUBINFELD, D. L. **Microeconomia.** 5.ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002. pp 464-465.

SPENCE, Michael ; **Job market signaling.** In: **Uncertainty in Economics.** 1978. P. 281-306.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. **Ensaio Sobre a Teoria da Divulgação, Brazilian Business Review**, Vol. 2, No. 1Vitória-ES, Brasil – Jan / Jun 2005 pp. 53-70.

VERRECCHIA, Robert E. **Discretionary Disclosure. Journal of Accounting and Economics**, n° 5, p. 179-194, 1983.

VERRECCHIA, Robert E. **Essays on Disclosure. Journal of Accounting and Economics**, n° 32, p. 97-180, 2001.